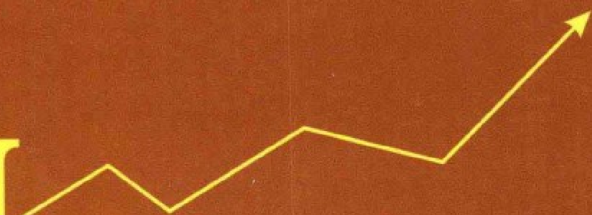
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



AH股溢价之谜解析

AH GU YIJIA ZHIMI JIEXI

曲　亮 郝云宏 等著


浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和
理想藏书551688

AH股溢价之谜解析

AH GU YIJIA ZHIMI JIEXI

曲 亮 郝云宏 等著



浙江工商大学出版社
ZHEJIANG GONGSHANG UNIVERSITY PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户私
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

AH 股溢价之谜解析 / 曲亮等著. —杭州：浙江工商大学出版社，2013.1
ISBN 978-7-81140-694-8

Ⅰ.①A… Ⅱ.①曲… Ⅲ.①股票市场—研究 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 016430 号

AH 股溢价之谜解析

曲 亮 郝云宏 等著

责任编辑 郑 建
封面设计 包建辉
责任印制 汪 俊
出版发行 浙江工商大学出版社
(杭州市教工路 198 号 邮政编码 310012)
(E-mail:zjgsupress@163.com)
(网址:http://www.zjgsupress.com)
电话:0571－88904980,88831806(传真)
排 版 杭州朝曦图文设计有限公司
印 刷 杭州杭新印务有限公司
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 13
字 数 200 千
版 印 次 2013 年 1 月第 1 版 2013 年 1 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-81140-694-8
定 价 29.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江工商大学出版社营销部邮购电话 0571－88804227

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总　序

企业和家庭是构建这个社会最为重要的生产性组织，前者创造的是社会财富，后者则是人口的摇篮。围绕这两个特殊的组织，不同的人文和社科领域都派生出了大量的研究成果，都努力为解释客观现实以及有效地预测未来服务，管理学也正是其中之一。

作为经历了中国经济飞速发展和历史变革特殊时期的管理学研究，最为显著的特征就是始终与变换的环境紧密联系。回顾过去 30 多年的历程，中国经历了改革开放为基本表现形式的经济、社会重大转型，对于社会组织而言，这无疑是本质性的制度变革，从经济社会主体的构成到整个经济社会的制度环境，都发生了巨大的变迁；而国际环境也经历了全球经济高速发展到金融危机的大起大落，从各国政府、区域联盟到国际企业都处于巨大的压力和变革之中，这无疑给管理学研究提供了异常丰富的素材，也为管理学研究平添了许多压力。从某种意义而言，“管理是由这个社会 20%的人员所从事，但是却肩负着其余 80%人员的福祉”。

作为承载管理学教学和科研任务的高校，如何在变革的时代有效地发挥自身的价值，以知识和人才为途径传递学者对时代呼唤的响应就是一个非常值得思考的论题。这个论题有三个层次的问题：我们应该关注谁？我们关注他们什么？我们如何关注？

管理学研究的对象很广泛，涵盖了宏观、中观和微观的现实全景，由于现有的管理学研究更多地从属于工商管理专业，因此企业就成为关注的焦点。基于企业，我们确实可以打开一扇观察世界的窗口。以往的主流研究强调企业的股东属性，因此立足企业的所有者。我们分析和探讨了价值链各个环节以及不同时期企业的生存和发展问题。在丰硕的研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成果中，我们逐渐认识到，企业问题的复杂性使得我们必须从一个更为广泛的范畴去审视管理学本身，这个问题在公司治理研究中尤为明显。公司治理是管理学的经典研究领域之一，也是指导现实企业发展的有力工具。公司治理文献长期关注的是经理人与投资者之间的利益冲突以及相应的治理结构和治理机制。基于代理成本问题的分析，Jensen 和 Meckling(1976)的开创性工作引发了对公司治理中管理层激励的规范性思考，而 Townsend(1979)则第一次尝试以最优契约的方式解决外部投资者与经理之间的利益冲突。这对于古典企业是非常有效的，但是现代企业基于企业规模和风险规避的需要将股权进行分散和交叉，股东由个体转变为一个群体，经典管理研究的诸多成果遭到质疑。

按照 Shleifer 和 Vishny(1997)、Pagano 和 Roell(1998)等的研究结果发现控制性投资者(例如股份公司的大股东等)凭借其实际控制权，以合法或者法庭很难证实其非法的方式，谋取私人利益，使分散投资者(小股东)的利益受到损害，以至在这些公司中，基本的代理问题不是在经理人与投资者之间，而是在控制性投资者与其他分散投资者之间。Johnson、LaPort 等(2000)甚至把大股东利用金字塔式的股权结构，把低层企业的资金转移到高层企业，从而使小股东利益受到侵害的行为称为隧道行为(tunneling)。这些成果已经证实，尽管都是企业的所有者，但是不同股东之间还存在着复杂的协调关系，股东利益群体产生了分化。

与此同时，对于企业就是股东所有的争论也不断升级，特别是在我国社会主义市场经济体制下，如何理解公有制与市场经济之间的微观机理，就成了管理学理论研究的历史使命。尽管以布莱尔(Blair，1995，1996)为代表的学者主张将利益相关者纳入分析主体，认为这些利益相关者在企业中注入了一定专用性投资后，他们或许分担了一定的企业经营风险，所以应该分享公司的控制权。但是在一般经营情况下，企业的外部非决策类利益相关者如政府和债权人、消费者等是不需要参与企业经营的，一种“隐形”的委托—代理关系将企业的实际控制权授权给内部的股东和经理层。但是当企业处于特殊状态时，如创业期或濒临破产时，债权人或政府就要参与治理。在此基础上，在利益相关者思想的影响下，企业现有的所有权和经营权表现为货币资本、异质性人力资本和环境所有者在内的要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素所有权，企业已经成为社会利益主体在微观层面博弈的平台，因此所有的利益相关者都不可避免地步入我们研究的视野，而管理学对于这些主体的共性归纳就是——组织，也就是我们应该关注的主体。

将组织再次作为我们关注的核心主体，首先要思考的问题就是其存在的意义是什么。斯坦福大学的杰弗里·菲佛和杰勒尔德·R.萨兰基克教授所著的《组织的外部控制——对组织资源依赖的分析》一书中指出，“组织是充满巨大的力量和能量的社会工具，其存在的意义在于提供一个场所或框架，组织行为参与者用自身的诱使因素与组织的贡献相互交换的场所”，为了实现这个意义，组织的唯一目标就是生存。“为了生存，组织需要资源，为了获取资源，组织就必须与控制管理的组织相互交往，在这一意义上，组织就会依赖它们的环境。由于组织对它需要的资源没有控制力，资源需求就会成为问题并具有不确定性。组织为了获取资源而与其他组织进行交易，资源控制权使得其他组织具有对组织的控制权，组织的生存在一定程度上取决于组织对环境偶然性进行管理的能力。因此大多数组织活动的焦点在于通过交换协商来确保所需资源的供给。”

从上述分析中我们可以发现生存是组织存在的唯一目标，而战略就成为实现该目标的有效途径。因此，战略就成为我们关注组织的重要特征。当前中国企业都力求通过制订和执行有效的战略决策来获取竞争优势，进而在复杂的市场环境中寻求生存和发展，因此对于战略管理理论的研究和应用也达到了一个前所未有的高度。战略管理分析强调企业与环境的互动，对于环境的普遍认识是将其划分为宏观环境、行业环境和企业内部环境。经典战略管理理论更侧重于行业环境分析指导下的企业定位研究和企业内部环境分析指导下的企业能力研究，相对弱化宏观环境对于企业经营战略的影响。事实上，新时期的中国企业战略决策研究必须强调特殊历史环境下宏观环境对于企业战略发展的影响，应该将宏观环境进行具体的分类，区分体现中国转型经济发展特色的情境因素和适应全球化新经济发展的时代特征，进而对企业战略分析提出全新的视角解析。

组织在变、环境在变、管理实践在变，管理学研究也同样需要变，这种变就是创新。创新不仅仅是一种内容的体现，更是我们的一种态度。管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理学发展的方向就是利用创新的手段将管理理论与组织实践紧密结合的过程，就是利用创新的态度将管理学不断推向前沿的过程。

浙江工商大学企业管理学研究基地是浙江省政府设立的首批省属高校人文社会科学重点研究基地，在“服务地方社会经济发展”的总体理念下，基地坚持“理论和实际相结合、科学研究与专业建设相结合”的发展思路，秉承“学科发展为地方经济发展服务、科学研究为专业教学和人才培养服务”的发展目标，以企业管理领域现实问题和前沿问题为研究中心，完善组织架构，推出科研精品，凝聚学科特色，提升发展水平，取得了丰硕的成果，形成了良性的发展态势，逐步形成了四个具有特色的研究方向：企业管理理论与方法，公司治理与战略管理，组织与人力资源管理，营销与创新管理。基地科研人员众多科研项目都是围绕企业管理学科以及组织、战略和创新研究方向展开的。“组织 · 战略 · 创新”学术文集第二辑收集了近期基地青年博士的研究成果，普遍为省部级以上项目的研究成果，具有较高的学术价值和实践指导意义。

浙江工商大学工商管理学院院长、教授、博士生导师

郝云宏

2011 年 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

市场间的分割状态能够带来不同种类股票的价格差异，这种价格差异通常表现为双重上市公司的外资股相对于内资股溢价，而我国股市却与此相反，同一家公司在A股市场发行的股票的价格一般都高于其发行在其他市场上的股票的价格，因此就会形成溢价。AH股交叉上市溢价是我国特有的内资股溢价现象，对分析香港和大陆证券交易市场的关联与差别以及作为普遍的交叉上市溢价研究方面都具有一定的价值。

关于股票市场分割的研究中，已有文献主要从信息不对称、需求差异、投资理念差异、流动性差异、风险偏好差异等方面对双重上市公司"同股不同价"现象进行了解释。然而，这些研究多是针对国外双重上市公司或在中国A股市场与B股市场同时发行股票的公司，对A股与H股的价格差异研究相对较少。而对A股相对于H股的溢价有限的研究中，大多文献使用的是股权分置改革前的数据，而股权分置改革解决了股权分置这一历史遗留的制度性缺陷，获得解禁的限售股开始逐步上市交易，在股权分置改革基本完成后，AH股的价差已经呈现出很多新的现象，需要做进一步的解释和分析，本研究正是立足中国转型期的特殊时代背景，通过解析转型的微观机理并从公司治理的内外部两个方面，对AH股溢价的行为进行了解析。

立足公司内部治理视角，本文从资本结构、董事会特征、监事会治理和管理层激励四个方面构建了影响交叉上市溢价的公司内部治理因素体系，分析了基于估值理念差异的内因作用机理，并从股权分置改革、估值理念差异和信息披露质量三个方面讨论了主要内因的影响途径。基于静态视角的内因解析发现，公司治理综合变量在2007－2009年内对AH股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交叉上市溢价具有显著的负向影响，但在 2005—2006 年内对溢价没有显著影响。而公司治理具体因素的检验中，管理层持股比例和独立董事比例对溢价具有显著的负向影响。说明股权分置改革带来的公司治理改善可能使香港投资者更加看好内地交叉上市公司，带来更高的价格预期；同时，也说明公司治理的改善有助于降低溢价程度，特别是其中的管理层持股比例和独立董事比例。

基于动态视角的内因解析发现，股权分置改革前后非流通股比对溢价的影响方向由负转正，且影响程度由不显著变为显著，说明股权分置改革通过影响非流通股比而推高了交叉上市溢价程度。而针对限售股比的面板 Var 检验显示，限售股解禁带来的长期冲击对溢价具有平抑作用。

立足公司治理的外部环境视角，本文从信息不对称假说，需求弹性差异假说，投资理念差异假说，流动性差异假说和风险差异假说出发，设计了 5 个解释 A 股溢价的变量。为了保证样本数据的一致性，选择了近 4 年(48 个月)同时在 A 股和 H 股有连续完整交易记录的 42 家 A+H 股公司作为样本建模。通过 BP 检验和 Hausman 检验确定使用随机效应模型，对其进行异方差和一阶序列相关检验后，使用能消除异方差和一阶序列相关的 FGLS 法进行回归分析，得到以下实证结果：信息不对称、投机性差异和风险差异是显著影响 A 股溢价程度的原因，符合理论预期。具体而言，公司规模越大，两地投资者的信息不对称程度越低，A 股的溢价率就越小；A 股相对于 H 股的换手率越高，A 股市场的投机程度越高，其溢价率就越大；A 股相对于 H 股的综合风险度越低，H 股投资者支付的股价越低，A 股的溢价率越大。然而，需求弹性差异和流动性差异对溢价的影响不显著。

此外，本文还结合红筹上市过程中风险控制的有关研究，探讨了基于过程设计的溢价控制方式。考虑到 A 股市场目前的高投机性和低信息披露水平，本文还对即将出台的国际板的监管体系建设提出了相应的政策建议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

第一章　绪论 / 001
第一节　研究问题的提出：从两个案例谈起 / 001
第二节　研究问题的凝练：交叉上市的溢价行为 / 010
第三节　AH 股溢价的相关研究回溯 / 012
第四节　A、H 股差异的研究 / 016
第五节　项目科学意义与应用前景 / 022
第六节　项目创新 / 023

第二章　交叉上市企业溢价的情景分析——中国转型的微观机理 / 024
第一节　关于转型问题的国内外研究现状及分析 / 025
第二节　中国经济转型的微观机理：一个基本的模型 / 031
第三节　中国转型过程中企业响应地方政府的策略假说 / 040
第四节　检验与重构：改革 30 年企业响应地方政府策略回顾 / 042
第五节　交叉上市：中国企业转型期的资本策略行为 / 046

第三章　交叉上市企业溢价成因的理论解析 / 048
第一节　交叉上市的溢价外因分析 / 048
第二节　交叉上市的溢价内因分析 / 059

第四章　AH 股交叉上市溢价内部形成因素的实证解析 / 072
第一节　AH 股交叉上市溢价影响因素的实证分析：基于静态视角 / 072
第二节　AH 股交叉上市溢价影响因素的实证分析：基于动态视角 / 083

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　AH 股交叉上市溢价外部形成因素的实证解析 / 097

第一节　引言 / 097

第二节　理论分析和假设检验 / 102

第三节　交易价格差异的实证检验 / 106

第四节　研究结论 / 115

第六章　AH 股交叉上市溢价的市场影响分析 / 117

第一节　H 股回归 A 股市场及其影响 / 117

第二节　A 股走向 H 股市场及其影响 / 128

第七章　交叉上市企业风险与溢价控制研究——以红筹上市为例 / 138

第一节　企业红筹上市及其过程 / 138

第二节　企业红筹上市的风险 / 144

第三节　企业红筹上市的风险与溢价控制 / 150

第八章　交叉上市企业监管体系应用研究——以国际板为例 / 157

第一节　引言 / 157

第二节　国外国际板的发展回顾 / 159

第三节　建立国际板的双重效应 / 161

第四节　对建设国际板的政策建议 / 170

第九章　结论与展望 / 177

第一节　本文的基本结论 / 177

第二节　研究展望 / 178

主要参考文献 / 179

后记 / 193

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 绪 论

第一节 研究问题的提出：从两个案例谈起

一、中国远洋积极回归A股

(一)中国远洋简介

中国远洋运输集团是以国际航运、物流码头和船舶修造为主业的大型跨国企业集团，也是中国远洋运输(集团)总公司(与其下属公司合称“中远集团”，全球第二大综合性航运公司)的上市旗舰和资本平台。在2011年《财富》世界500强企业最新排名中，中国远洋排在第399位。中国远洋目前拥有：(1)中远集装箱运输有限公司(“中远集运”)100%的权益；(2)中远散货运输有限公司(“中远散运”)、青岛远洋运输有限公司(“青岛远洋”)、中远(香港)航运有限公司(“香港航运”)和深圳远洋运输股份有限公司(“深圳远洋”)100%的权益；(3)中远太平洋有限公司(“中远太平洋”，一家于香港联交所上市的公司，股票代码：1199)约51%的权益；(4)中国远洋物流有限公司(“中远物流”)51%的直接权益，并通过中远太平洋持有中远物流49%的权益。中国远洋目前通过下属各子公司为国际和国内客户提供涵盖整个航运价值链的集装箱航运、干散货航运、物流、码头和集装箱租赁服务。

目前，中远集团拥有和控制各类现代化商船近800艘，5600多万载重吨，年货运量超4亿吨，远洋航线覆盖全球160多个国家和地区的1600多个港口，船队规模稳居中国第一、世界第二。其中集装箱船队规模在国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内排名第一、世界排名第六；干散货船队世界排名第一；专业杂货、多用途和特种运输船队综合实力居世界前列；油轮船队是当今世界超级油轮船队之一。中远集团在全球范围内投资经营着 32 个码头，总泊位达 157 个，根据 Drewry 2009 年 7 月发布的最新统计，2008 年中远集团所属中远太平洋的集装箱码头吞吐量继续保持全球第五。

（二）中国远洋回归 A 股过程

中国远洋 2005 年 6 月 30 日在香港联交所主板成功上市（股票编号：1919），公司在香港上市时，招股时市场反应冷淡，最终导致中国远洋以 4.25 港元的下限定价。上市首日中国远洋更跌破发行价 10%，以 3.825 港元收盘。当时市场普遍认为市场行业周期见顶，中国远洋上市被媒体形容为“流血上市”。

但是，2007 年 6 月 26 日在上海证券交易所成功上市（股票编号：601919）时，情况与当时在香港上市大不相同。中国远洋在香港上市时，同质性公司有中海发展、中海集运、太平洋航运、东方海外等多家公司。而当中国远洋在 A 股上市时，与中国远洋同为海运的公司不少，但几乎没有以集装箱运输为主业，其规模也难以与中国远洋比肩。而中国远洋更作为巨型物流公司获得了一定溢价。表 1-1 罗列了中国远洋 A 股上市的时间安排。

表 1-1　中国远洋 A 股上市发行的重要时间安排

日　期	发行安排
6 月 8 日	刊登《招股意向书摘要》和《发行安排及初步询价公告》 初步询价起始日
6 月 13 日	初步询价截止日
6 月 14 日	刊登《网上路演公告》
6 月 15 日	刊登《初步询价结果及发行价格区间公告》、《网下发行公告》和《网上发行公告》 网下申购缴款起始日 网上路演
6 月 18 日	网上资金申购日 网下申购缴款截止日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

日 期	发行安排
6 月 19 日	确定本次发行的发行价格 确定是否启动网上网下回拨机制 确定最终网上网下发行数量
6 月 20 日	刊登《定价、网下发行结果及网上中签率公告》 网下配售和战略配售开始退款 举行摇号仪式
6 月 21 日	刊登《网上资金申购摇号中签结果公告》 网上申购资金解冻

1. 网上资金申购

中国远洋于 2007 年 6 月 18 日(T 日)(周一)，在上交所正常交易时间内(9：30～11：30，13：00～15：00)进行网上申购，申购代码为 780919，申购价格为 8.48 元。申购数量为 1000 股的整数倍，但不得超过本次网上发行总量。每个证券账户只能申购一次，同一账户的多次申购委托(包括在不同的证券交易网点各进行一次申购的情况)，除第一次申购外，均视为无效申购。

2. 资金解冻

根据中国远洋发行结果公告计算，其网上网下合计冻结资金高达 16290 亿元，即便不计算与中国远洋同周期发行的拓邦电子，这一冻结资金量也超过 2007 年 5 月交通银行和天津普林发行时创下的 16081 亿元的冻结资金历史最高纪录。

中国远洋创纪录的 98.67 倍市盈率没能阻止投资者的狂热。公告显示，398 个机构账户拿出 4040.5 亿元参与了网下配售，与此前最高纪录相比，机构账户暴增 100 多户，网下冻结资金猛增 1000 多亿元。网上申购也是十分火爆，根据交易所提供的数据，有效申购户数接近 132 万个，申购总股数约为 1444.576 亿股，户均申购量接近 11 万股。由于网上初步中签率为 0.56%，低于 2%，也低于网下初步配售比例，中国远洋启动了回拨机制。最终，向战略投资者配售 5.35 亿股，向网下询价对象配售约 3.57 亿股，向网上发行约 8.92 亿股。网下配售比例为 0.749%，网上中签率为 0.617436%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，扣除中国远洋募集资金部分，2007 年 6 月 20 日和 21 日两日有超过 1.6 万亿资金解冻。具体是，6 月 20 日网下配售资金解冻 4010 亿，6 月 21 日解冻网上的 12173 亿。中国远洋 H 股跟随港股大势走强，短短两个交易日股价就从 9.64 港元上涨至 10.88 港元，涨幅达到 12.86%。

3. A 股上市

作为一只以接近百倍发行市盈率进行 IPO 的大盘股，中国远洋 IPO 结果再度显示出目前的市场状况。根据统计数据，投资者在网上参与申购中国远洋时需要动用 136.8 万元资金才能确保中到一个号即 1000 股新股，其难度要高于交通银行、中信银行以及更早时间发行的工商银行、中国银行(601988.SH)和中国人寿。由于此前中国平安(601318.SH)和兴业银行 IPO 时投资者需分别动用 146.96 万元和 207.54 万元才能确保中到一个号，中国远洋网上申购难度并非最大。比起深市中小板新股动辄需要千万元级资金量才能保证中到一个号(500 股)，沪市大盘股网上发行还是能满足部分一级市场投资者的偏好的。

中国远洋于 6 月 26 日在上海证券交易所成功挂牌上市时共发行 17.84 亿股 A 股，每股发行价 8.48 元，募集资金 151.27 亿元，为 A 股市场有史以来第七大 IPO，除银行、保险类股票外 A 股市场最大规模 IPO。此次中国远洋 A 股发行取得了巨大的成功，创下了多项纪录。A 股发行累计冻结资金达人民币 16290 亿元，网上、网下及总冻结资金均创造 A 股市场纪录。中国远洋本次发行初步询价过程中，投资者报价上限的均值和中值均高于价格区间确定日前一日中国远洋 H 股收盘价和前二十日的 H 股均价。中国远洋 A 股上市首日开盘价 15.52 元，收盘价 16.38 元，分别较发行价上涨 83.02% 和 93.16%，成交金额 84.04 亿元。

(三)中国远洋回归 A 股后发展趋势

中国远洋从 H 股回归 A 股后，A 股价格和 H 股价格的变化趋势以及 A 股、H 股股价之比是最值得关注的问题之一。通过 2007－2010 年的年报数据，可以计算出中国远洋这几年每年的平均股价价格以及 A 股相对于 H 股的溢价率，见表 1-2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-2 2007—2010 年中国远洋 A 股、H 股年平均价格和溢价率

年 份	A 股年平均价格(元)	H 股年平均价格(元)	A 股相对 H 股年平均溢价率
2010 年	11.02	8.00	0.38
2009 年	13.05	7.37	0.77
2008 年	21.57	13.74	0.57
2007 年	38.53	14.46	1.66
2006 年	—	3.87	—

2007 年回归 A 股后，中国远洋通过干散货资产的注入，业绩斐然，相继被纳入沪深 300、中证 100 指数、巨潮 40 指数、新华富时中国 25 指数、A50 指数、上证 180 和上证 50，在资本市场上的影响力不断增强。A 股年平均价格为 38.53 元，H 股的年平均交易价格为 14.46 元，H 股的平均价格较 2006 年的 3.87 元有了很大的提升，而 A 股相对于 H 股的溢价率为 1.66。然而，双重上市后，不论是 A 股还是 H 股，中国远洋的股票价格呈现整体下跌趋势。尤其是 A 股，股价由 2007 年的均价 38.53 元下降到 2010 年的 11.02 元，这也难免就给公司回归 A 股蒙上了“回归 A 股套现圈钱”的名声。虽然 A 股和 H 股都在下跌，但 A 股对 H 股却一直保持着溢价，不过，从数据看来，A 股相对于 H 股的溢价也呈下降趋势，到 2010 年，溢价率已由 2007 年的 1.66 下降为 0.38。

此外，根据中国远洋公布 2009 年年报，公司所属集装箱航运及相关业务货运量达 523.43 万标准箱，较上年同期减少约 9.6%，实现营业收入 238.38 亿元，较上年同期减少 40.5%。公司于 2009 年整体实现营业收入人民币 557.34 亿元，与 2008 年同期相比下降 51.9%，2009 年净利润亏损近 75.413 亿元，2008 年同期净利润接近 107.955 亿元，同比下降 169.86%。公司每股收益为 −0.74 元，去年同期为 1.06 元，同比下降 169.81%。

由此可以看出，在 H 股上市的中国远洋回归 A 股后，公司的业绩并未获得显著提升，尤其是 2009 年还有严重的倒退倾向。不过考虑到 2008 年全球的经济危机，2009 年全球经济环境很严峻，集装箱航运市场需求急速下滑，但全球集装箱船队的运力依然保持增长，市场供大于求的状况较为严重。受此冲击，2009 年前半年运费迅速下跌，集装箱航运业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遭受了前所未有的重创，全行业陷入亏损。不过，随着各国政府经济刺激措施逐渐奏效以及班轮公司采取封存运力、退租、退役和减速等运力控制措施，市场供求关系得到改善，从年中开始运费持续回升，到年底已反弹至自 2008 年底以来的最高水平。

至于中国远洋回归后股价持续下跌和溢价率也保持下降趋势到底是双重上市公司的个例还是典型的代表，正是本书后续章节将要探讨的问题。

二、国外企业：从多重上市到主动退市

（一）交叉上市公司的另一种选择

近年来，随着全球证券市场监管力度的增强，跨国交叉上市公司的上市成本逐渐增加，加上全球资本市场整合的加剧，越来越多的跨国上市公司由原先的多个证券市场退出而仅维持在少数几家证券市场交易，以降低上市成本并简化流程。如表 1-3 所示：从 2004 年宝洁公司宣布自 5 个证券交易市场退市到 2006 年戴姆勒·克莱斯勒自 12 家证券交易市场退市，交叉上市公司逐渐显现退市潮。

表 1-3　典型的交叉上市退市企业

时　间	退市资料
2006 年 6 月 20 日	德国汽车业巨头戴姆勒·克莱斯勒宣布从巴黎、慕尼黑、费城、芝加哥、瑞士、群岛电子交易公司合并市场、东京、柏林—不莱梅、杜塞尔多夫和汉堡汉诺威等 12 家证券交易所自愿退市，仅保留其在法兰克福证券交易所、纽约证券交易所和斯图加特证券交易所的上市地位。戴姆勒·克莱斯勒希望从全球证券交易市场的整合中获益，并希望通过这种精简来降低管理流程的复杂性。其新闻发言人表示，这将每年为公司节约 5 万欧元。
2004 年 12 月	宝洁公司宣布从美国芝加哥、荷兰阿姆斯特丹、比利时布鲁塞尔、德国法兰克福以及瑞士股票交易所退市，仅保留其在美国纽约和法国巴黎两个股票交易所的上市资格。

资料来源：根据期刊和网络报道整理。

对交叉上市公司退市情况的总结发现，美国的证券交易所和日本东京证券交易所是退市企业比较集中的两个地区。从美国的证券交易所退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市的企业主要迫于萨班斯法案所带来的合规成本的压力，而从日本东京证券交易市场退市的企业则主要由于其股票在该交易所的交易量太小，此外也有一些企业因为战略原因从欧洲的证券交易所退市。

（二）不同地区的交叉上市退市情况

1. 美国证券市场的退市潮

2002 年美国推出《萨班斯—奥克斯利》法案，要求美国上市公司设立制度定期检验其内控系统以确保财务报告的准确性，并要求经理在特别经理报告中披露其检查的情况，还规定外部审计师对经理的这一职责执行情况进行检查和审计。该法大大增加了关于公司的披露报告和治理的真实有效性，比如，审计的会计师不能再给同一家企业提供咨询或者其他服务，以免产生利益冲突而没法发现或者故意隐瞒公司的不良财务状况。这使得美国上市公司的合规成本大幅增加，导致了美国股市的一波退市潮。

据美国证券管理委员会（SEC）的资料显示，2007 年约有 35 家外国公司宣布打算从美国主动退市，其中以英国企业最多，其次是澳大利亚和法国的企业，这些企业退市的原因包括难以适应多重会计准则、萨班斯法案的规定太过严苛、股票成交量过低以及主管机关放宽退市条件等。①

2002 年以来从美国证券市场主动退市的企业以欧洲企业居多，如法国达能集团、英国互联网公司和德国电子商务公司（表 1-4）。

表 1-4 美国证券市场的典型退市企业

时 间	退市资料
2007 年 4 月 26 日	法国达能集团宣布当年 7 月从美国纽约证券交易所退市，原因是达能 ADR（美国存托凭证）交易量过小，以及维持在纽约证券交易所上市的费用过高。
2004 年 12 月	英国互联网公司宣布从纳斯达克退市，仅保留其在伦敦证券交易所的上市资格，此举为该公司节省了 100 万美元的费用。
2004 年 6 月	德国电子商务公司从纳斯达克退市，该公司退市的主要原因之一是萨班斯法案所带来的大笔额外会计及管理费用。此举可令其每年节省 80 万欧元的费用。

① http://ido.3mt.com.cn/Article/200707/show783629c31p1.html。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

时 间	退市资料
2003 年底	全球最大的计算机声卡制造商——新加坡创新科技从纳斯达克主动退市，成为第一家主动退出纳斯达克的亚洲公司。该公司在纳斯达克上市已经 11 年，其退市原因也与萨班斯法案颁布后的高额上市成本有关。

资料来源：根据期刊和网络报道整理。

2. 日本东京证券交易所退市潮

类似的情况也发生在日本东京证券交易所。东京证券交易所是世界第二大证券交易市场，其股票交易量占日本全国股票交易量的 80% 以上，但是自从 20 世纪 90 年代初泡沫股市崩溃以后便开始走向低迷，其外国股票的交易量更是惨淡，只相当于总交易量的 1%。加上海外上市公司曾一度被安排在外国部交易，导致海外股交易不畅，东京证券交易所对海外公司的吸引力逐渐下降，1991 年共有 127 家外国企业在东京证券交易所上市，而到了 2005 年 4 月便只剩下 28 家。

2005 年前后大量欧美企业从东京证券交易所退市，其中不乏在东京证券交易所上市已 30 余年的 IBM 公司、软饮料业巨头百事可乐公司以及世界电信业巨头摩托罗拉公司（表 1-5）。

表 1-5 日本东京证券交易所的典型退市企业

时 间	退市资料
2010 年 2 月 4 日	瑞士联合银行董事会宣布其普通股将从东京证券交易所退市。退市的原因是瑞士联合银行的股票近年来在东京证券交易所的交易量非常小（小于其全球交易量的 1%），退市之后其股票投资者仍可在纽约证券交易所和瑞士证券交易所交易。
2005 年 6 月	世界电信业巨头摩托罗拉宣布于同年 7 月 5 日从东京证券交易所退市，原因是其股票在东京证券交易所的交易量太小。
2005 年 4 月	百事可乐宣布将从东京证券交易所退市，原因是其在日本的股票交易量非常清淡。
2005 年 3 月	东京证券交易所最大的海外上市公司 IBM 宣布从该交易所退市，原因是考虑到与上市有关的时间与成本因素，此前该公司已将其在维也纳、法兰克福和苏黎世上市的股票退市。
2004 年 11 月	苹果公司宣布从东京证券交易所退市。

资料来源：根据期刊和网络报道整理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 欧洲证券市场退市情况

随着欧洲经济一体化进程的推进，欧洲的证券市场也开始走向融合，2002 年欧元的出现更是加速了这一进程。这一过程使得一些跨国上市公司开始精简其上市地，从非主要市场退出，荷兰银行便是典型的企业（表 1-6）。

表 1-6 欧洲证券市场的典型退市企业

时　间	退市资料
2006 年 2 月 2 日	荷兰银行宣布于同年 3 月 2 日正式从伦敦证券交易所退市，原因是其股票在伦敦证券交易所的交易量不足。退市之后荷兰银行的股票只在纽约证券交易所和欧洲证券交易所上市。

资料来源：根据期刊和网络报道整理。

（三）资本市场的全球整合——交叉上市退市的助推力

2000 年以来随着经济全球化趋势发展，全球证券交易所的整合也开始走出国内进行跨越国界的并购，形成了资本市场的全球整合趋势。2000 年法国巴黎证交所、荷兰阿姆斯特丹证交所、比利时布鲁塞尔证交所合并成立了泛欧证券交易所（Euronext），拉开了这场全球资本市场整合的序幕，2002 年泛欧证券交易所又先后收购了葡萄牙里斯本证交所和伦敦国际金融期货交易所（LIFF）。2007 年 4 月纽约证券交易所与泛欧证券交易所合并成立纽约泛欧证交所，成为全球最大的证券交易所。2007 年 7 月，纳斯达克证券交易所购买了伦敦证券交易所 31%的股份，成为其第一大股东。2007 年 8 月伦敦证券交易所收购了意大利证券交易所。2011 年 2 月德国证券交易所计划与纽约泛欧交易所合并。

这种资本市场的全球整合推动了跨时区、跨洋交易的发展，随着像纽约泛欧证券交易所的出现，全球证券市场 24 小时不间断交易模式得以实现，企业只要在一个主要的交易所上市，就可以实现全天候交易。而未来谋求上市的公司只需要在某一个主要交易所挂牌，就等同于同时在全球多个交易所上市。这种全球资本市场的整合助推了交叉上市退市的浪潮，使得越来越多的跨国上市公司出于成本和简化流程考虑而退出非主要的证券市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 研究问题的凝练：交叉上市的溢价行为

一、“内热”与“外冷”的巨大反差使企业交叉上市问题成为现实的热点

交叉上市(Cross Listing)是企业发展的重要战略举措之一，然而现在却引发越来越多的争议，一个重要的原因是这种企业行为在国内和国外有着截然不同的反应。

在早期由于我国境内证券市场尚在起步阶段，出于多方面的原因，境内不少有实力的企业，特别是部分国有控股企业选择红筹上市方式，随后回归A股形成交叉上市，如中国石油、上海石化、东方航空、兖州煤业、青岛啤酒等。这些公司在国内处在金属生产、能源、原油、金融、航空运输等垄断行业，是国民经济的命脉。交叉上市为这些企业注入了巨大的动力，取得了丰厚的收益。因此许多优秀企业、包括民营企业也将境外上市和交叉上市作为企业发展的优选策略，一股交叉上市热潮正在兴起。

与此相反的是国外对交叉上市却呈现出极为冷淡的局面。上世纪80及90年代，全世界数百家企业的股份适时地实现了交叉上市，但是，这一战略在新世纪似乎不再管用了。2007年5月到2008年5月，随着从美国市场退市的要求有所放松，35家欧洲大企业终止了在纽约股票交易所的交叉上市，其中包括Ahold、法航、拜尔、英航、达能和菲亚特等家喻户晓的大公司。这些举动代表一种现行趋势的加速发展：过去的5年里，发达国家企业在纽约及伦敦主要资本市场的交叉上市的数量呈稳步下降趋势。同样，在东京股票交易所，也有诸如波音和BP等著名企业最近撤销了交叉上市。

“外冷”与“内热”的巨大反差让企业充满了困惑，究竟是否应该交叉上市，交叉上市能否给企业带来价值就成为现实迫切需要解决的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、"假说"与"实证"的巨大差距使企业交叉上市问题成为研究的焦点

交叉上市已经得到了经济学家、财务专家和法律学者的广泛关注，许多相关文献对交叉上市行为及其背后的动因进行了研究。已有文献研究了交叉上市在价值、资本成本、市场分割、风险披露、控制权私利价格发现、跨市场套利、披露和监管环境、企业所有权和控制权等方面的问题（Doidge，2005）。基于市场分割假说、流动性假说、投资者认知假说、融资约束假说、信息披露假说、投资者法律保护假说、信号假说，研究者认为交叉上市使这些公司筹得更多的资本，他们的资本成本更低，公司的控制权私利也更低，在美国交叉上市的公司估值比没有交叉上市的公司估值更高。

但实证研究的结果却难以对理论假说进行很好的解释，就短期市场反应而言，交叉上市公司的收益水平呈现出很强的波动性；就长期而言，交叉上市公司的市场表现明显弱于行业和规模的可控样本。与此同时，尽管流动性难以度量，但是欧洲企业在美国交叉上市的股票交易量（美国存托凭证，或 ADR）通常占这些企业总交易量的 3%以下；在美国（通过 ADR）交叉上市的发达经济体企业中，有 3/4 实际上并没有在美国募集任何资本。因此，流动性假说和融资约束假说都难以得到支持。

理论假说和实证检验之间的不匹配，实际上让交叉上市行为仍处于黑箱状态，这必然引发学界对该问题的广泛关注，亟待新的研究成果解释理论与现实背离之谜。

三、中国"情境"与"路径"的特殊性使得溢价行为成为交叉上市研究的核心

中国的经济转型是 20 年来企业面对的特殊情境。资本市场的发育与企业成长同步，甚至滞后于企业发展的客观需要，以及中国内地和香港"一国两制"的特殊政治体制格局和市场结构，催生了中国企业交叉上市的特殊路径。回顾中国企业交叉上市的历程，我们不难发现，在特殊的转型背景下中国企业呈现出不同于国外企业的特殊行为，如表 1-7 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-7　中外企业交叉上市行为比较

比较因素背景	中国企业交叉上市行为转型经济	国外企业交叉上市行为市场经济
本国资本市场特征	逐步发育、逐步成熟	成熟
交叉上市动因	获取特殊资源，如资本、知识与社会声誉、政治效应等	降低交易成本，提高效率
交叉上市路径	先发达市场上市，再本土上市	先本土上市，再境外上市
交叉上市绩效	短期均为高溢价，长期不显著	短期波动，长期负面表现
交叉上市行为本质	社会关系网络嵌入过程	资本国际化的流动过程

通过比较我们可以发现，中国企业交叉上市的本质是社会网络的交叉嵌入，在嵌入过程中依托其网络结构和所处位置获取特殊的网络资源。由于这种资源不仅仅局限于经济资源，因而中国企业交叉上市更多地体现出社会化的特征，嵌入的最终绩效往往依赖于“关系”、“声望”等非经济要素。而国外企业交叉上市，更多是立足资本国际化视角，通过衡量交叉上市的成本和收益，决定是否上市或退市。

上述种种表现最后形成的突出问题就是市场溢价。当一个企业存在交叉上市行为时，如果存在较大的市场溢价，就会给企业治理与资本市场管理带来巨大的困难。短期的市场溢价行为，如果幅度巨大将会给投机分子形成套利的空间，进而通过差别化的定价行为进行短期套利，打乱上市公司的经营战略；长期存在的市场溢价行为将给两个资本市场的发育造成极大的影响，甚至形成一个市场逐步萎缩直至被另一个市场掏空的不利局面。因此，立足交叉上市行为结合中国的转型情境，深入解析 AH 股溢价的行为机理，将为中国国际化的资本市场建立以及企业的资本化之路形成一个新的思路。

第三节　AH 股溢价的相关研究回溯

一、市场分割概述

近年来，不少发展中国家逐渐对外放开了本国市场，不过为了防治国内资本的流出和限制国外投资者对国内企业的控制，很多国家对开放国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内市场持小心谨慎的态度。同时，由于各国间存在法律、偏好或其他因素的限制，使得债券的发行者和投资者都不能无成本地实现资金在不同期限证券间自由转移。Stapleton 和 Subrahmanyam(1977)认为，资本市场分割会限制公司的融资渠道，而对企业而言，解决市场分割导致的融资限制的最好方法就是双重上市。企业通过在不同市场上市筹集国内资本和国外资本，在一定程度上消除市场间的障碍，从而降低公司的资本成本。首先，由于国外投资者使用本国货币交易，可以减少处理外汇的交易成本以及有效规避外汇管制，从而降低交易成本；其次，公司双重上市后会披露更为真实详尽的信息，也会引起更多的证券分析师的关注，从而降低信息成本；最后，国外投资者可以通过持有双重上市公司的股票来分散投资组合的风险，从而降低其风险溢价。而陈国进和王景(2007)认为，A＋H 交叉上市对 A 股市场的影响主要表现在资金分流效应(市场扩容)的负面影响上，分散风险效应等正面影响尚未有效发挥作用。

20 世纪 80 年代，国外学术界开始了对市场分割条件下双重上市公司外资股溢价现象展开了大规模的研究。Errunza 和 Losq(1985)建立了市场分割状态下的均衡定价模型，并以此来解释双重上市对投资者的预期收益。在这些理论模型中，股票市场分割是仅仅由股票的投资限制(Investment Barriers)或所有权限制(Ownership Restriction)以及股票市场间的物理差异所造成的，也即是所谓的“硬分割”。其中，投资限制主要包括政府限制外国投资者进入本国市场，限制本国投资者进入外国证券市场，限制外国投资者持有本国公司的股票比例等。

市场间的分割状态能够带来不同种类股票的价格差异，这种价格差异通常表现为非限制股票(限制股票仅供国内投资者投资和交易，非限制股票可以供境外投资者投资和交易)的外资股相对于作为限制股票的内资股溢价。Stulz(1995)将市场分割定义由多种因素所造成的同质产品市场不一致的状态，它由“硬分割”和“软分割”两种模式构成。“硬分割”是人为的法律、政策、制度、成本所带来的客观的市场分割；而“软分割”是指非制度因素或制度因素的衍生，主要包括流动性差异、信息不对称、投资者偏好、效用、风险厌恶程度差异和文化差异等。

国外对股票市场分割的研究中，得到的结论基本上是双重上市公司的外资股相对于内资股溢价，而中国大陆的情况却与之相反，表现出的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外资股相对于内资股的溢价。如表 1-8 所示，Bailey，Chung and Kann (1999)对 10 个国家或地区的股票市场内资股和外资股溢价情况的研究结果很具有代表性。

表 1-8 Bailey 等的研究结果

国家或地区	溢价率
印度尼西亚	0.329
马来西亚	0.292
新加坡	0.324
菲律宾	0.326
泰国	0.248
瑞士	0.187
墨西哥	0.014
挪威	0.067
中国台湾	0.070
中国大陆	−0.246

资料来源：Bailey，W. Chung，P. Kann. Foreign ownership and equity price premium. What drive the demand for cross－border investment. Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 34(1999).

二、国外学者对外资股溢价的研究文献回顾

Amihud 和 Mendelson(1986)研究表明，不同交易所由于市场结构以及交易方式不同，其流动性不同。在流动性高的市场中，投资者的交易成本较小，因此他们的预期收益较低，从而能以更低的买卖价差进行交易。

Hietala(1989)在《局部分割市场的资产定价：来自芬兰市场的证据》一文中，使用 1984 年 1 月到 1985 年 6 月芬兰股票市场的数据，利用一个修正的 CAMP 模型研究了芬兰处于局部分割状态的股票市场的资产定价问题。研究表明，芬兰国内投资者仅能持有国内股票，而国外投资者可以持有多国股票时，因此，国外投资者可以在国际范围内分散风险，他们对芬兰股票要求的回报率低于国内投资者要求的回报率，因此芬兰国内投资者支付的股票价格低于国外投资者支付的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Eun 和 Janakiramanan(1986)研究股票所有权限制对股票价格的影响时发现，所有权不受限制的股票价格高于受限制那部分的价格。Hietala(1989)对于芬兰股票市场的研究发现，芬兰外资股的风险溢价与国际市场的系统风险无关，这使得国外投资者的期望收益率低于国内投资者对内资股的期望收益率从而引起外资股溢价。其后，他又通过模型推导得出外资股对内资股的溢价与国内市场的系统风险正相关，并通过实证检验支持了这一结论。Bailey 和 Jagtiani(1994)对泰国证券交易所的数据进行回归分析，研究泰国的股票市场分割现象，结果发现上市企业发行的无参与权限制的股票比有参与权限制的股票有 19%的溢价。他们认为外资股和内资股的差异与外资股流动性和投资受限制程度有关，同时还受外资股与内资股的信息不对称程度影响，即大企业的信息不对称程度比小企业轻，国外投资者对这类公司的股票愿意支付较高的价格。

Hasbrouck(1995)提出了分析不同市场对价格发现贡献程度的分析方法——IS(The Information Share)法，并用 IBM 的股票在美国纽约证券交易所和中西部交易所、太平洋交易所这两个地区交易所的交易价格分析了这三个交易所在价格发现中的作用，发现地区交易所对 NYSE 上市的股票价格发现起着明显作用。Stulz 和 Wasserfallen(1995)在对瑞士雀巢公司于 1988 年 11 月 17 日放开国外投资者股权投资限制前后的市场表现进行的实证分析，结果表明，国外投资者和国内投资者对国内股票的需求函数不同，企业可以充分利用这一需求差异，增减不同价格的股票数量以达到企业价值最大化的目的。具体而言，企业可以通过限制国外投资者的持股比例来实现三级价格歧视，当国外投资者比国内投资者的需求价格弹性更小时，公司就可以通过限制国外投资者的持股比例来实现价格歧视，从而使该公司的非限制股(外资股)对限制股(内资股)产生溢价以获得溢价好处。

Domowitz，Glen 和 Madhavan(1997)利用 1990—1993 年墨西哥内资股与外资股的月度数据建立的面板数据模型研究墨西哥的股票市场分割现象。结果发现，外资股相对于内资股存在明显的溢价，溢价受上一期的溢价、外资股流通股数与公司总流通股数之比、公司规模和货币风险等因素影响。他们指出外资股溢价反映了外资股股票的相对供给不足，而流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动性差异对溢价是否具有持久影响无法得出确定性的结论。Bailey，Chung 和 Kann(1999)对 11 个分割的股票市场进行研究表明，国外投资者对非限制股的需求关系、信息不对称、市场流动性、国家信用等级和公司规模等因素都影响着非限制股相对于限制股的溢价。

Froot 和 Dhbora(1999)研究三对交叉上市公司的股票，发现股票的价格与股票交易的市场存在着明显的相关性，他们认为不同市场股价不一致的原因之一是投资者的情绪。Chan 等(2003)研究 Jardine Group Company 的股票从香港联交所转移到新加坡后的价格变化时发现，Jardine 的股票在新加坡挂牌交易后，与香港股票市场相关性下降，与新加坡股票市场相关性增强，因此他们认为股票的价格波动受上市所在地市场风险和投资者情绪影响。

Cheol S. Eun 和 Sanjiv Sabherwal(2003)研究了同时在美国交叉上市的加拿大股票，发现尽管国内市场在价格发现过程中起了主要的作用，但是，由于美国的证券市场的流动性太强，在加拿大国内上市的股票需要对在美国上市的股票价格的变动做出相应的反馈，同样美国的证券市场在股票价格发现过程中也起到了一定的作用。

第四节　A、H 股差异的研究

一、国外学者对我国 H 股折价的研究

根据有效市场假说，当市场间存在价格差异时，可以通过套利行为最终消除这一价格差异，但事实上中国香港股市的 H 股价格明显低于同一公司的中国内地 A 股价格。以中国的 A、H 股市场套利而言，上市公司和国内投资者的套利都存在着很高的成本，仅仅依靠套利行为，并不足以消除价格差异。

Fernald 和 Rogers(2002)认为 A、H 股之间的价格差异可以用资产定价模型解释。A 股的溢价反映出 A 股投资者的期望收益比 H 股投资者低，这主要是因为国内投资者缺乏投资机会造成的。Fong，Wong 和 Yong(2007)在 A 股溢价传统的微观解释因素的基础上，加入了人民币升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值预期以及国内货币扩张等宏观因素，实证结果表明宏观因素对价差也有较强的解释作用。

二、国内学者对我国 H 股折价的研究

（一）基于外部视角的原因分析

同时发行 A 股和 H 股的中国上市公司，依据中国内地的会计准则和香港会计准则以及证券管制法规，分别编制和披露两套财务报表。王立彦，冯子敏和刘军霞（2002）运用市场回报率—会计收益相关模型和市价与账面价值比的分析模型，对两套财务报表的信息价值相关性进行研究，结果表明两套报表之间的会计收益数据调整值和股东权益数据调整值对股票市场年度平均回报率和市价与账面价值比存在显著影响，从而验证了海外资本市场要求中国国内公司在其市场上上市必须披露两套报表的政策合理性。

李大伟，朱志军和陈金贤（2003）实证发现，当 H 股流动性增加时，会令其投资者降低对 H 股收益的要求，进而降低 H 股的折让率；当 H 股相对于 A 股的信息不对称越高，其折让率越高；而境内投资者的无风险收益率和境外投资者的要求的无风险收益率的差异越大时，H 股的折让率也就越高。

王维安和白娜（2004）从公司层面和时间层面建立截面模型和面板模型研究 A 股和 H 股价差影响因素，实证结果表明，造成 A 股和 H 股价差的主要原因是股票流动性差异、A 股上市地点差异、行业因素、股票发行参照标准差异、投资者需求弹性差异以及风险偏好差异。刘昕（2004）采用修改的交易信息不对称指标（AIE）考察了 AH 股双重上市公司的 H 股折价问题，认为信息不对称因素是影响 H 股折价程度的关键因素之一，然而，H 股相对于 A 股的折价大小只受到一个方向信息不对称程度的影响，即信息从 H 股向 A 股传递机制的障碍程度。

吴世农和潘越（2005）发现红筹股、H 股和内地股市之间存在着长期稳定的协整关系，这一均衡关系在 B 股开放之后进一步增强。他们利用基于向量误差修正模型的 Granger 因果关系检验，发现红筹股的走势始终是内地股市波动的“风向标”，但 H 股与内地股市却无明显关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联；在东南亚金融危机之前，红筹股先行于H股，但在金融危机之后，红筹股对H股的先行作用消失。张峥和刘力(2006)研究中国股票市场股票换手率与横截面股票收益之间负相关关系原因时发现，这种关系不能由流动性溢价理论完全解释。同时，他们指出，换手率可以作为投资者异质性信念波动程度的代理变量，在市场卖空约束和投资者异质性信念同时存在的条件下，可能出现的投机性交易所造成的股价高估是更为合适的解释。

韩德宗(2006)研究发现，公司规模、股份流动性以及A股流通股股东的被补偿预期是A股和H股市场的主要的软分割因素。同时，他还认为QDII是消除A股和H股市场分割的重要制度。杨朝军(2006)分析了A+H股二级市场价格差的变动趋势，发现同时发行A+H股公司价格差的时间序列数据是平稳的，随着时间t的增加而趋于稳定。在综合考虑个股影响因素后的进一步研究发现，同一家公司内外资股价格差异有缩小趋势，但达到平稳时的价差不为零。

刘斐斐(2007)对A+H股双重上市公司股票的Granger因果关系检验显示，股改前后两市场间的信息传递没有明显改善，仍是H股具有领先作用，但股改后两市的联动关系在加强。另外从价差趋势来看，发现有几家公司出现H股溢价的现象。杨娉，徐信忠和杨云红(2007)研究了A股、H股价差横截面差异的成因，结果发现，不同公司的折价率有较大的差异，信息不对称、流动性、市场需求和投机性是各个公司折价规模不同的重要原因。具体而言，公司规模越大，AH股价差越小；H股流动性越好，AH股价差越小；H股数量越大，AH股价差越大；AH股换手率差异越大，AH股价差越大。

吴战篪(2007)使用基于Collings的估值模型研究A+H股公司的财务信息和股价相关性，结果表明以财务信息为基础的估值模型对H股股价的解释力度高于A股，即H股估值更接近公司的真实价值，比A股估值更合理。同时，研究还发现会计盈余、现金股利、A股流通股比例以及两地存在的估值理念差异都是影响A+H股公司价差的重要因素。孔庆龙，樊锐和李媛(2007)认为人民币资产不断升值的压力会造成A股、H股两地资本市场联动性的增强。人民币升值压力的加大，国际资金投资中国的热情越来越高，导致大量国际资金流入A股和H股市场，因此人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民币升值的同时提高了两地股票的估值。

王烜和李小晓(2007)认为价格信息主要由内地流向香港,香港投资者更多地参考了内地的股票价格。李帅等(2007)认为,我国股票市场的特定信息首先发生在境内,因此境内市场信息流动会引导境外市场。胡章宏和王晓坤(2008)实证研究了截至 2007 年 12 月 31 日 51 家 AH 股上市公司自上市以来的价差变化趋势,结果表明:同一上市公司的 A 股对 H 股普遍存在溢价现象,流动性假说和信息不对称假说对 AH 股价差具有较强的解释力,两地的市场波动及利率变化对 AH 股价差具有显著的影响,而投资者结构、公司治理结构、股权分置改革、QDII 和港股直通车政策对 AH 股价差无显著影响。

宋军和吴冲锋(2008)采用公司规模(size)和交易信息不对称指标(AIE)来代表交叉上市公司的信息不对称程度,从国际与国内投资者的价值偏好差异研究 A－H 和 A－B 股的折让率差异,在控制其他因素的条件下,发现折让率和上市公司的价值变量显著负相关,因此他们认为国内和国外投资者的价值判断是形成内资股和外资股市场价差的重要原因,同时,这一主观因素还将在一定时期内长期存在。此外,信息不对称和价值偏好差异都是重要的资本市场“软分割”因素。

巴曙松,朱元倩和顾媞(2008)使用面板数据对完成股权分置改革的 A＋H 股溢价率进行了聚类分析。结果表明,随着股权分置改革的基本完成,信息不对称差异、需求差异、流动性差异和投资理念差异都是对 A＋H 股价差产生影响的因素。低溢价率类股票的情况与理论预期一致,但高溢价率的股票开始呈现出与理论假说不一致的结果。

张懿(2008)采用 H 股与 A 股日收益率的方差之比作为衡量风险差异的变量,实证结果显示其对 AH 股溢价存在显著影响。他认为当 H 股的收益波动率越大时,投资者所要求的回报率就越高,在未来收益一定的前提下,H 股价格就越低,从而 A 股溢价率就越大。李浡(2008、2009)以市盈率 PE、每股收益 EPS 和每股净资产 NETA 作为衡量公司基本面的指标,研究发现其对 AH 股溢价的影响是显著的。他认为国外投资者对国内企业的收益状况持保留意见,而更愿意投资净资产较高的公司,这种与国内投资者风险偏好的差异是影响 AH 股价的因素之一。他还采用 A 股与 H 股流通股本之比作为需求弹性差异替代变量的研究显示,流通股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比对价差的影响并不显著，他认为可能是一方面由于 A 股在全流通过程中部分非流通股转为流通股使得流通股数增加，另一方面又由于 A 股整体估值基准水平的提升，使得流通股数的增加不仅没有导致 A 股价格下降反而上升，从而并没有缩小同 H 股股价的差距。

徐福寿(2009)以 H 股和 A 股的日收益率标准差之比作为衡量相对风险的指标，实证发现其与 AH 股价格差异的回归结果并不显著。他认为中国股市经过十多年的发展，内地投资者的投资理念渐趋成熟，而且同香港投资者的差别明显少于同国外投资者之间的差别，因而内地投资者和香港投资者对待风险的态度并不足以引起 A、H 股价格的明显差异。曹红辉和刘华钊(2009)在分析 A 股和 H 股市场的“软分割”因素的基础上，研究了内地和香港在股票卖空制度、汇率制度以及新股发行制度等方面存在的差异对 A、H 股二级市场定价差异的影响。结果表明，A 股禁止卖空使 A 股相对 H 股更容易被高估；中国外汇储备增长越快，H 股折价越轻；A 股在一级市场越被高估，在二级市场就会被进一步高估。

焦巍巍(2009)分别采用了 Amivest 公司发明的普通流动性比率(CLR)和换手率作为衡量流动性的指标，实证检验均显示 A 股相对于 H 股的流动性越强，则 AH 股溢价程度就越高。姚亚伟和杨朝军(2009)认为，内资股相对于外资股具有发行定价高、首日抑价高的“双高”现象，H 股的价格能反映公司的真实估值，对 A 股的定价具有指导作用。鲁炜和胡超(2010)的研究表明，H 股的折价主要受到风险偏好差异、流动性差异、信息不对称程度的影响，而市场需求差异对 H 股的折价影响不显著。

陆静、曹国华和唐小我(2011)在 CAMP 模型的基础上放宽了该模型对于投资者同质预期的假定，建立了具有异质信念并考虑 A 股市场具有卖空限制的两阶段定价模型，他们采用事件研究的方法，以 2002 年以前已实现 AH 股交叉上市的公司作为样本，实证检验发现，A 股市场的投资者在年报披露前的异质信念指标大于年报披露后，而 H 股市场的年报披露前的异质信念指标小于年报披露后，说明 A 股市场投资者在年报披露前存在着过度反应，他们认为这是由于中国 A 股市场存在着显著的信息泄露现象，导致信息披露前后股价反应异常。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）基于内部视角的原因分析

相对于从外部视角分析交叉上市溢价的原因，目前少有学者基于内部公司治理视角分析交叉上市的溢价原因。这方面的研究主要是国内的学者有所涉及，他们从非流通股比例、公司治理改善带来的信息不对称程度降低以及股权集中度等几个方面研究了这些公司治理因素对交叉上市价差的影响。

汪晟昊(2006)认为 A＋H 股双重上市公司中存在的非流通股使得非流通股股东利益与流通股股东利益不一致。H 股股东倾向于认为，非流通股比例越高，其违规损害流通股股东利益的可能性越大，继而对该股价格有所折扣。而 A 股投资者对非流通股的流通存在补偿预期，使得 A 股价格反而较高。其后他对 AH 股价差的实证结果也显示非流通股比例与 A 股溢价存在显著正相关关系。此后吴战篪(2007)也认为较大的流通股比例对 H 股投资者来说意味着股票的信息透明度高，不易为大股东操纵，从而公司的治理结构更好，是投资的有利因素。其实证结果也显示 A 股流通股比例与 A 股股价负相关，而 H 股流通股比例与 H 股股价正相关。而张懿(2008)的实证研究发现，限售流通股比例越高，A 股溢价率越高，他认为限售流通股比例较大的企业一般具有大比例的国家股和法人股，使得 H 股投资者认为其股权集中度高，治理结构低效，从而要求更高的风险补偿。另外胡章宏等(2008)认为公司治理结构越完善，各种信息披露应更加完善和透明，因此信息不对称的程度就越低，根据信息不对称假说，AH 股的价差相应越小。他选取第一大股东持股比例和高管持股比例两个指标来衡量上市公司治理结构，但实证结果显示其对价差没有显著影响。余强(2008)等认为双重上市公司 A 股 IPO 抑价程度与股份构成有显著关联，其实证结果显示在股份构成的三个要素中流通股比例与 IPO 抑价显著正相关，法人股比例与 IPO 抑价存在显著负相关，而国有股比例与 IPO 抑价存在不显著的正相关，三者中流通股比例对抑价的影响最大。朱津滢(2010)认为散户投资者的性质决定了 A 股股价的大幅波动，股权越集中，散户比例越小，A 股股价越稳定，而 H 股市场是以估计投资者为主，因而股权集中度越高，AH 股价差越小。她选择前十大股东持股比例作为衡量股权集中度的指标，实证结果却显示股权集中度越高，AH 股价差越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节　项目科学意义与应用前景

一、科学意义

（一）立足交叉上市的理论视角，打开 AH 股企业股票溢价的“黑箱”

企业交叉上市动因与绩效的背离使得现有的理论分析不能打开企业交叉行为机理的黑箱，加之政治、法律与经济因素的复杂差异性，使得交叉上市企业通常面临股票溢价的问题，而 AH 股上市的中国企业尤为突出。通过引入股票溢价的内外部因素，通过实证研究的方法，解析股票溢价的影响因素，对于拓展上市公司研究视野，克服现有研究的瓶颈起到积极的作用，为我们重新审视企业交叉上市动因与绩效的关系提供新的思路。

（二）基于中国转型管理的特殊时代情境，解析中国交叉上市行为的机理

中国转型的特殊管理情境为我国企业交叉上市行为营造了极为复杂的环境，因而中国交叉上市行为体现出的动因、路径及市场反应的特殊性难以纳入以往研究框架进行解读。本研究立足中国转型的微观机理，通过交叉上市视角勾画转型过程，企业行为与网络资源的演进过程，为特殊情境下的交叉上市行为机理分析，提出新的方向。

二、应用前景

（一）为我国企业交叉上市的路径优化问题提供理论支撑

中国企业交叉上市是资本全球化和企业国际化发展的必然趋势，而中国经济转型的特殊制度环境使得中国企业交叉上市走了不寻常的道路，然而这样的道路是难以复制的，因此本研究将为我国企业交叉上市的路径提出相应的思考，为企业交叉上市的路径选择和优化提供理论支撑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）为政府提升资本市场效能，引导企业发展提供政策参考

交叉上市不仅是企业的个体行为，还必然引发本国资本市场与国外资本市场的协调问题，本项目的研究将立足社会网络视角，以交叉上市企业为纽带，为我国政府提升资本市场国际化水平，引导企业发展提供政策参考。

第六节 项目创新

一、立足解析企业溢价视角整体把握企业交叉上市的内在机理

已有文献对企业交叉上市的研究多集中在企业资本运作与公司治理的假说之上，对企业交叉上市行为还停留在黑箱分析的阶段，难以解释现实企业交叉上市动因与绩效背离的难题。借助解析企业溢价行为的视角，将从一个全新的视角解析企业交叉上市问题，为深入剖析企业交叉上市的动因以及绩效提供新的思路。

二、基于公司治理内部与外部因素互动重新审视交叉上市的绩效

现有理论研究的最大分歧就是对企业交叉上市能否为企业带来价值。就理论假说而言，交叉上市应该为企业带来多角度的收益，但实证结果往往不支持相关的假说。其中一个可能存在的原因就是将企业绩效定义为市场反应，由于资本市场的波动干扰较强，很难对交叉上市进行判断。本研究立足公司治理内部与外部因素互动，重新构建交叉上市的绩效评估体系，并通过案例分析和实证检验对其进行修正，为准确判断企业交叉上市绩效提供新的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　交叉上市企业溢价的情景分析

——中国转型的微观机理

自1978年至2008年，中国的经济改革已经进行了30年，这一社会变革过程就性质而言贯穿了从计划经济到市场经济的转型过程，最为突出的特征是市场化转型、现代化转型、全球化转型。转型，不仅是中国几十年来最为显著的经济社会特征，而且是中国企业经营发展和战略选择的宏观环境。与转型相伴随，中国地方政府的行为方式及其对企业战略环境的影响也发生了一些相应的变化，这些变化在某种程度上构成或者改变了中国企业战略选择的特殊情景，影响着企业的应对策略。

在经济转型过程中，分权化的制度安排调动了地方政府发展本地经济的积极性，各级地方政府开始在制度、基础设施、投资环境、资本、人才、技术、原材料以及来自于上级政府的倾斜性的地区优惠政策等方面展开了竞争。但体制转型时期的种种特征和制度上的不完善，却使得地方政府的行为表现出明显不同于西方发达国家分权化体制下地方政府行为的特点。地方政府在过渡时期往往替代企业成为市场竞争的主角，而企业则较多地依附于地方政府寻求发展；地方政府的区域政策和企业的战略行为大大地影响了市场对于要素和产品的空间配置和优化效率，其直接结果就是对于区域产业组织的结构和层次难以发挥有效的引导和配置作用，失去对于资源配置的基础性作用。因此，将地方政府行为和企业战略选择纳人同一个管理情境框架中进行分析，就显得非常必要。

明确上述研究目标后的一个首要任务就是从微观角度剖析中国转型的内在机理，进而才能在制度和策略上构建中国转型过程中地方政府和企业之间的和谐关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 关于转型问题的国内外研究现状及分析

一、国内外研究现状

转型经济中的政府行为和企业行为对现有的经济理论和战略管理构成了重大的挑战。在转型经济学的众多研究成果中，无论是传统的社会主义理论还是主流的西方经济学都不能提供一个令人满意的解释。由于不同的研究选择的角度不同、支撑的理论以及处理的方法的差异，导致了对转型环境下政府行为和企业行为研究结论的多样性，个别结论间还存在着矛盾，彼此相互冲突。但与其他具体问题的研究不同，作为一个社会性的普遍命题，在广泛的学术交流基础上，国内外学者形成了相对集中的研究分支，在沿袭国外研究共识的基础上，产生了各自的研究成果。

（一）对转型路径以及研究方法的基本共识：从“华盛顿共识”到“北京共识”转变

现在许多经济条件下的主体研究都从批判新古典主流经济学的转轨逻辑开始。萨克斯等人为经济转轨设计的“休克疗法”以及所谓的“华盛顿共识”被认为是典型的新古典主流经济学逻辑线路的产物。这一方法在波兰、捷克、俄罗斯等国家推行，通过价格完全放开、全面大规模的私有化以及消除财政赤字，维持宏观经济稳定三个方面的举措加以实行，通过转型的“阵痛”最终实现经济的有效运行（Lipton and Sachs 1990；Blanchard，Dornbusch，Krugman，Layard and Sunmers，1991；Boycko，Shleifer and Vishiny，1995 ）。与此对应的是中国进行的渐进式的转型，“摸着石头过河”的改革过程。两条不同的转型路径产生了不同的现实结果。2004 年 5 月，基于国际主流媒体和国际学术界的广泛宣传和认可（Romo，2004），“北京共识”问世，其提出：对于转型国家，不仅要解决体制问题，更要解决发展问题，转型中的路径选择对于这两个问题的解决至关重要，各国应该结合各自的国情，走适合自己的发展道路，这实际上从一个角度说明了“华盛顿共识”的失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“华盛顿共识”到“北京共识”的转变直接表现为对转型经济研究方法的融合。以往对于转型研究有两种主要的方式：一种是采用内生交易费用的正式模型来分析经济转型，清楚地说明假设和预测，主要采用局部均衡模型，在解释问题上具有普适性，但是难以对复杂的分工和制度进行准确描述，以 Dewatripont 和 Roland(2000)，Blanchard(1999)及 Roland(2000)等为代表；另一种是不涉及正式模型的转轨经济学研究，迄今为止在政策制订中非常有影响，这类研究包括以 Lardy(1998)为代表的对制度和政策变化及它们经济后果的非常注意细节的文件记录，和以 North(1989;1997)，Weingast(1989;1997)，Sachs 和 Woo(1999)为代表的对政策和历史的描述性分析。在“北京共识”得到理论界的重视后，以中国的经济改革作为案例，并将宪政和制度纳入正式的模型分析成为当前转型经济学的一个趋势，以 Roland(2002)的《转型与经济学》为代表。

(二)构筑转型(轨)经济学的理论范式和系统框架

对于中国转型经济学的理论探讨的一个焦点就是对转轨经济学理论范式和系统框架的思考，并由此形成了对于转型条件下企业和政府关系的整体性认识。其一是以洪银兴(2006)、刘志彪(2006)等为代表的一批学者，强调对于中国转型问题以及转型经济学的系统研究。这一研究团体强调 20 多年的改革历程已经要求我们不能始终“摸着石头过河”，而是要理性、有明确目标地在科学的理论指导下进行，这就提出了在中国转型背景下建设指导经济转型的转型经济学的任务。其研究的部分成果回答了中国转型的内容在于市场化转型、现代化转型和全球化转型，其目标在于确立效率、和谐以及安全。

对于转型经济学范式关注较多的是以吕炜(2003;2004;2005 等)为代表的研究团队。吕炜确立了“经济转轨可通约于史论结合的思维范式”以及“转轨的收获是重新求证了近代落后国家社会转型”等结论，构成了研究经济转轨的基本方法论，并在此基础上确立了中国转轨的民生导向，归纳了转轨的理论命题，将转轨作为一个完整的过程来考察，将转轨的目标、绩效的评价、费用的结算、政策的选择联系起来，从全局、从转轨完成后的经济社会考虑，形成了一套思路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(三)以资源配置为核心,产权改革为导向的转型方式研究

当前一个较为普遍的认识在于中国经济转型的典型特征就是对于资源的再次配置,并以此提升效率,推动经济和社会发展。围绕不同的核心资源,不同的学者采用了不同的研究路径,但一个共同的改革工具是采用产权变革的方式进行。

中国的经济转型的一个主要内容就是国有资本的产权改革。萨克斯(2000)指出中国改革初始的经济结构是中国经济转轨的主要原因,国有资本对于劳动力的吸纳有限,为非国有企业的发展提供了条件。与此观点相对应,张维迎(2003),刘小玄(2003a,2003b,2003c)等学者认为中国转型的关键在于通过产权改革优化资源配置,其中最为关键的就是国有资本,通过国有企业改革,提升企业的竞争力,最终通过市场均衡实现效率的提升,推动经济和社会发展。在这一思路下,我国国有企业改革的历程、遇到的困难以及民营企业的兴起成为研究的切入点。

与此观点不尽相同的是以张军(2002),李治国、唐国兴(2003),罗长远(2003)为代表的学者,他们认为资本的迅速积累是中国最近 20 年来经济增长的主要源泉。通过把中国的经济转轨和资本形成与工业化有机结合起来,这些学者指出中国在改革后的高速增长主要由资本在部门间的再配置所产生,因而是一种静态的增长,不具备持续动态改变的力量,高速的增长来源于过度的工业化进程。这实际上也同萨克斯的观点相一致。

立足于资源配置的另一种观点是中国选择不同于俄罗斯等国的路径进行转型,根源在于人力资本约束。以姚先国、盛乐(2002)为代表的观点认为中国经济转型的过程说到底是一个人力资本存量、结构以及人力资本产权与市场经济体制要求不断适应和吻合的过程,也是经济转型中人力资本约束、人力资本产权约束不断得到调整的过程,这是中国经济转型具有成效的一个重要原因。

(四)以制度安排为核心,分权让利为导向的政企关系研究

钱颖一等(1994,1997,1998,2000)对中国的转型进行了分析,强调用“中国式的联邦主义”来解释所谓的中国奇迹。钱颖一指出,在大多数转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型国家中，地方政府构成了经济增长障碍，而通过中央政府和地方政府之间的分权，中央政府可以对地方政府对企业的干预方向进行约束，并诱导后者向有利于地方经济的方向发展。通过引用“预算软约束”的概念，钱颖一等分析了中国改革过程中中央政府和地方政府之间的关系，并认为中国改革的特征就是中央政府向地方政府分权，特别是财政分权。林毅夫等(1994,1997,1999,2004)在一系列文章中对转型经济中国有企业的“预算软约束”问题进行了系统的分析，认为国有企业所承担的“政策性负担”是形成企业“预算软约束”的根本原因，而剥离这一负担就是问题的关键，也就是向企业让利。追随上述思路，国内对于通过制度层面研究转型问题形成了三个不同的侧重点：关注政府分权，如何梦笔(2001)、周业安等(2004)、Young(2000)以及 Blanchard 和 Shleifer(2000)等；关注企业让利，如黄少安(2000)、韩朝华(2003)等；以及关注政企关系，如朱光华、陈国富等(2005)。

在制度分析框架下，地方政府行为成为关注的重点，这明显区别于产权分析框架。王振中(2006)特别分析了转型期我国地方政府行为的特征并用经验数据加以描述。杨瑞龙(1998)基于放权让利的改革背景，认为分享剩余索取权和拥有资源配置权的地方政府在我国向市场经济体制的过渡过程的一定阶段中扮演了制度变迁的“第一行动集团”，进而提出了“中间扩散型制度变迁方式”的理论假说。此后杨瑞龙、杨其静(2000)还提出“地方政府是连接中央治国者的制度供给意愿和微观主体制度需求的重要中介”。

(五)以阶段监控为核心，实证检验为主要途径的政府行为和企业行为研究

经济转型是一个过程，随着改革的不断深入，越来越多的学者倾向于采用实证性的方法对以往的研究成果进行检验，用以证明理论假说和构建更为完善的理论体系。在实证研究中，大致分为两类：一类是通过构建指标体系来探究我国转型的阶段性进程以及市场化程度；另一类是通过样本的选择揭示现实的转型特征，对以往的理论假说进行验证。

国际组织对于转型阶段性进程较为关注，欧洲复兴与开发银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(EBRD)通过构建改革进程指数(IRP)系统对转型国家向市场经济过渡进程的跟踪研究；世界银行(WB)在 1996 和 2002 年两次专题对转型国家的自由化、产权与企业改革、机构和社会政策三个领域进行评估。我国学者也一直对国内的市场化水平进行关注，卢中原、胡鞍钢(1995)，江晓蔚、宋红旭(1995)，顾海兵(1995,1997,1999,2000)，赵彦云、李静萍(2000)，赵雯(2003)，景维民、张慧君(2006)都在这一课题上做出了大量的努力。

对于转型期地方政府行为和企业行为的实证研究数量很多，龚冰琳、徐立新、陈光炎(2005)连同国务院发展研究中心和国际银行对我国省份的地方保护主义进行了验证，并指出其影响；李善同、刘云中、陈波(2005)通过企业问卷调查也对中国国内地方保护主义的程度和内容进行了剖析。

(六)通过企业重构和所有制结构调整为线索的转型研究

在分析转型问题时，很多学者都将焦点集中于产权改革和私有化的浪潮，但是为什么激烈的产权改革或大规模的私有化在中国比在俄罗斯滞后很久，单纯的意识形态问题不能解释这种特有的滞后，因此从企业重构和所有制结构调整的微观角度寻求答案就成为一个值得探索的角度，下表 2-1 能够基本涵盖这一研究领域的典型成果。

表 2-1　企业重构与所有制结构调整研究内容等分类

企业重构	企业重构的微观机理	1. 政府推动(硬化预算约束、放松管制)	理论研究：Aghion, Blanchard and Carlin(1994)；Blanchard(1994) 实证研究：Pinto et al.(1993)
		2. 经营者推动(产权改革及对产权改革的预期、新经营者的进入、对职业生涯的考虑)	理论研究：Aghion, Blanchard and Carlin(1994)；Dyck(1997)；Roland et al.(2000)；Shleifer and Vishny(1994) 实证研究：Estrin et al.(1995)；Barberis et al.(1996)；Claessens et al.(1999)
		3. 职工(内部人)的作用	理论研究：Kenway(1996)；Blanchard et al.(1996) 实证研究：Carlin et al.(1997)；Pohl et al.(1997)；Frydman et al.(1997)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

企业重构	企业重构的最优路径	1. 产权改革主导的经济转轨	Katz et al. (1993); Aghion and Blanchard(1994)		
		2. 非产权改革主导的经济转轨	A. 考虑由所有制本身造成的企业效率差异	Burda (1993); Chadha et al. (1997)	所有制结构调整
			B. 不考虑由所有制本身造成的企业效率差异	陈钊(2004)	
			由所有制本身造成的企业效率差异	张维迎(1998); 樊纲(2000); Li et al. (2000)	
			其他原因(制度、意识形态等)	平新乔(2000)	

资料来源：陈钊:《经济转轨中的企业重构:产权改革与放松管制》,上海人民出版社 2004 年版,第 15 页。笔者有改动。

二、对国内外研究的述评

国内外对于转型期地方政府行为和企业行为的研究沿袭了从“华盛顿共识”到“北京共识”的转变,并且对中国的转型引起了高度的关注和肯定。与此同时,地方政府对于转型的特殊作用也引起了学者的广泛关注,特别是国内外学者从产权和资源配置等层面对我国转型的机理进行了多角度的探究。但是以往的研究还是没有从微观角度解释我国转型经济的机理及其对企业战略环境的影响,以及企业如何适应转型期的特殊情景。

究其根源,以往的国内外研究在本质上还源于我国改革开放是在实践领先于理论,“摸着石头过河”的逻辑前提下进行的,并且对于中国转型的绩效导向是“民生”导向的,即所有的制度安排均以满足人民的需求为最终目标。由于消费者的有限理性和地方政府行为的有限理性,势必导致中国转型中现实的问题层出不穷,致使相关研究停留于具体实践问题的解读上,缺乏对于过去二十多年转型历程的全局把握。此外,在对于中国经济转型的研究过程中,政府行为和企业行为之间的必然联系还没有完全理清。企业对于社会财富创造和国计民生的现实功效没有被充分认识,致使企业往往成为新古典经济学定义中的生产函数以及新制度经济学拓展下的制度安排等抽象层面的组织,往往忽略了在马克思理论体系下价值创造层面的特殊实体组织,这就难以有效地从政治层面与地方政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府建立最为充分的价值联系，使得中国转型情境下的经济学和企业战略管理都没有得到充分的发展。

综上所述，以往的研究还存在可供进一步拓展的研究空间。具体而言，包括以下三个层次：其一，以往的研究没有将企业的价值本质作为经济学和战略管理研究的理论前提，没有充分剖析企业在经济和社会转型中发挥的巨大作用；其二，在缺乏企业实体认识的前提下，中国经济转型的微观机理尚未有效地澄清，没有在企业和政府这两个转型过程中最为关键的行为主体之间建立明确的联系；其三，以往研究的重点在于解释"民生"导向下的现实问题，因而难以从一个历史发展规律的角度对现实中企业的战略行为做出有效的前瞻性指导，致使企业还停留在"摸着石头过河"的尴尬境地下，难以把握中国转型和全球化背景下的客观规律。

第二节 中国经济转型的微观机理：一个基本的模型

30 年的改革历程已经给转型研究提供了大量的现实素材，如何用理论诠释这一过程就是摆在理论研究者面前的紧迫任务，这不仅关系到我们是否能够从改革中汲取足够的经验，更意味着我们要通过一个适当的理论描述对转型、对未来进行预测。中国转型中得到学界共识的基本结论在于：中国经济转型的本质是一次大范围的诱导式制度变迁，制度变迁的主导者是政府。

尽管多年国内外的研究取得了丰硕的成果，但是我们依然存在很多困惑：政府主导转型的动力是什么，为什么转型后中国经济的活力会如此巨大地迸发出来，作为制度变迁核心力量的制度供给方和需求方是谁，这样的制度变迁会持续多久，今后的发展方向是什么……特别是作为市场经济的主体，面对中国的经济转型，能否把握未来的方向将直接决定企业是否可以确立竞争优势，获得持久发展。因此，明晰企业在中国转型所处的位置，在微观角度把握中国经济转型的机理就成为一个非常值得我们思考的问题。

在前文的分析中，我们始终坚信中国转型的关键问题是政府和企业的制度构建，是政府和企业之间博弈的动态演化过程。我们将用以下模型来探讨政府和企业之间的微观博弈，力图以此解释中国经济转型的微观机理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、模型的基本假设

假设 2-1:中国的经济转型是民生导向的。

吕炜(2005)[①]指出中国模式的本质是始终以民生为转轨的根本目的,以民意为转轨路径选择的基本导向,这两个原则决定了绩效是评价转轨的核心。笔者认为,中国经济转型确实是以百姓民生为导向的制度变迁过程。目前"中国模式"和"北京共识"试图概括的核心内容正是:以经济绩效改善、民众生活质量提高作为改革的目标和实现改革的唯一途径;以大胆试验、慎重推广的方式把握民众对改革的反馈,摸索适宜的改革路径;以创新(包括制度创新和技术创新)作为经济发展的发动机和持续进步的手段。因此,以民众的需求作为转型的风向标是符合中国 30 年的转型历程的。

假设 2-2:中国经济转型中的地方政府作为微观主体是一个"掠夺型"政府。

古典经济对于政府采用一种自由放任的观点,认为政府应该是对市场机制"看不见的手"进行补充;为了纠正市场失灵,新古典经济学家将政府界定为"扶持之手",认为政府必须干预经济,通过宏观调控使得经济运行有效;上述两种政府理论,无论作为一个实证模型还是作为一个规范模型都是失败的。本研究借鉴施莱弗和维什尼(2004)将地方政府界定为一个"掠夺之手"[②]的模型,该模型公正地看待政治,并把政治过程看成是政府行为的决定因素,该模型认为政府的政治目的不是社会福利的最大化,而是追求自己的私利。通过有效配置自己手中掌控的资源,地方政府通过合理化的政绩来追求自身的发展。在转型期的中国,地方政府之间存在激烈的辖区竞争,因此通过"掠夺之手"获取自身效用最大化从某种意义而言是贴近现实生活的。一个需要说明的问题是本研究中地方政府和中央政府的关系:本研究认为中国转型的微观主体之一是地方政府,在 1994 年分税制改革前,中央政府和地方政府是没有利益冲突的,二者仅

---

① 吕炜:《基于中国经济转轨实践的分析方法研究——兼作对"北京共识"合理逻辑的一种解释》,《经济研究》2005 年第 2 期。

② 安德烈·施莱弗、罗伯特·维什尼:《掠夺之手——政府病及其治疗》,赵红英译,中信出版社 2004 年版,第 3 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅是官僚层级不同;1994 年分税制改革后,地方政府有了很大的自主权,作为主体直接与企业博弈,推动经济体制的转型历程。

假设 2-3:中国经济转型中的企业是资源约束下的实体论企业。

由于本研究立足于微观视角,同时强调政府和企业作为组织的共性,因此根据前文对于企业理论的梳理,本研究中的企业是一个资源约束下的实体论企业。这一企业的基本特征在于:作为一个承载不同利益相关者价值诉求的平台,企业的性质不仅仅局限于新制度经济学层面的完全或不完全契约的集合,而是不同利益相关者通过让渡自有要素的部分(乃至全部)所有权,将其转化为企业资本进行价值增值创造,最终获得相应收益补偿的一个专有平台。企业经营活动也就相应体现为利益相关者要素转化为企业资本,企业资本转化为企业产出的两阶段过程,即符合“利益相关者要素——企业资本——企业产出”的逻辑过程,从企业行为的角度而言,上述逻辑过程描述为“要素投入——企业生产——企业产出”三个阶段。[①]

二、模型的构建:民众[②]、企业和地方政府的效用函数

我们假设在经济运行环境中包括民众、企业和政府,民众代表了全社会的总需求,企业代表了全社会的总供给,政府是社会制度的制定者,也是对全社会资源的规制者。

我们构建民众的效用函数:$U_{custume} = f(x_1, x_2)$,$x_1$,$x_2$ 是企业生产的两种产品,前者是生活必需品,后者是奢侈品,民众满足预算约束 $q_1 x_1 + q_2 x_2 \leqslant I$,$q_1$、$q_2$ 是两种商品的数量,I 是民众的收入。

构建企业的效用函数:$U_{firm} = f(Y, c, w, r)$,Y 是企业的总产出,也是社会的总产出,c 是企业的生产成本,w 是企业产生的外部性净值。根据假设,企业是资源约束下的实体论企业,遵循“要素投入——企业生

① 这里对于中央政府和地方政府的关系分析是一种简单的抽象,事实上国内近期的学者对于分税制改革前的地方政府行为也进行了详尽的研究,发现在行为上也与中央政府之间存在一定的差异,本研究的关注焦点在于政府和企业博弈过程,以此解释中国转型的微观机理,对中央政府和地方政府行为的差异不做进一步的探讨,这可以作为本研究今后值得进一步探讨的方向之一。

② 民众与消费者的区别在于,除了对产品进行消费,代表社会的总需求外,还拥有政治上的民主权利,能够对政府进行要求,是制度变迁的诱发者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产——企业产出”三个阶段，因此企业三个阶段对应的政府规制分别为 r_1, r_2, r_3, r_4，如图 2-1 所示。

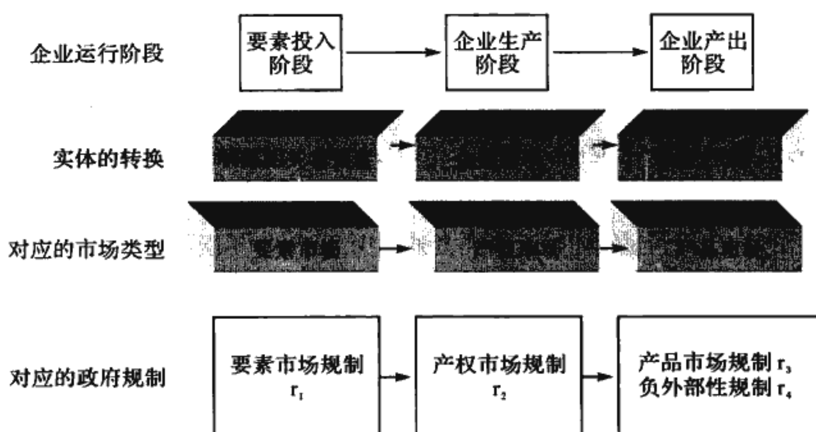


图 2-1 企业运行阶段、实体转换、市场类型—级对应的政府规制

我们设企业的总产出 $Y = f(p,q)$，p 是单位产品的竞争优势，根据波特的竞争优势理论，$p = (1-k)c_l + k \cdot d_f$，其中 c_l 是单位产品成本领先优势，d_f 是单位产品差别化领先优势，k 是差别化程度系数（$0 \leqslant k \leqslant 1$）[①]；$q$ 是企业产品的产量，满足适配条件的柯布一道格拉斯函数不变报酬型函数形式，$q = \Omega A(t) L^{1-\alpha} K^{\alpha}$，$A(t)$ 是综合技术水平，L 是投入的劳动力数（单位是万人或人），K 是投入的资本，一般指固定资产净值（单位是亿元或万元，与劳动力数的单位相对应），$1-\alpha$ 是劳动力产出的弹性系数，α 是资本产出的弹性系数，由于是适配函数，因此企业的产出水平取决于技术、资本和劳动力较小的一方。我们将企业受政府的规制水平设为 r_{eg}（$0 \leqslant r_{eg} \leqslant 1$），$r_{eg} = r_1 + r_2 + r_3 + r_4$，则（$1 - r_{eg}$）就是企业的自主权。由于企业是创造价值的组织，会对利益相关者投入的要素起到放大作用，因此，我们最终构建企业效用函数为式(2-1)。

$$U_{firm} = Y - c - w = p \cdot q - (c + w)$$

① 根据波特的竞争优势理论，企业的竞争优势包括成本领先、差别化和目标集聚，当 k 取 0 时，企业表现出的竞争优势为成本领先；当 k 取 1 时，企业表现出的竞争优势为差别化；当 k 取 0.5 时，企业表现出的竞争优势为目标集聚；当 k 取(0,0.5)∪(0.5,1)中的其他值时，企业表现为混合战略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$= [\Omega A(t)L^{1-\alpha}K^{\alpha}]^{(1-r_{eg})}[(1-k)c_l + k \cdot d_f] - (c+w)]^{(1-r_{eg})} \tag{2-1}$$

我们设地方政府的效用函数为 $U_{government} = f(Y, g, R)$，其中 Y 是企业的总产出，也是社会的总产出，g 为政府通过对企业规制而获得的收益，R 是政府通过放松规制，实施改革而带来的政治风险（$R<0$）。我们最终构建地方政府效用函数为式 2-2。

$$U_{government} = \mu Y + \theta \cdot r_{eg} + R(1 - r_{eg}) \tag{2-2}$$

μ 是由于经济增加而给地方政府带来的升迁概率（$0 \leqslant \mu \leqslant 1$），$\theta$ 为政府通过企业规制而获得收益的体现系数（$0 \leqslant \theta \leqslant 1$），$\mu$、$\theta$、$R$ 均为常量，直接影响政府效用的变量是国民收入 Y 以及政府对企业的规制水平 r_{eg}。

三、模型的推导：政府解除规制[①]与经济转型

（一）转型的初始化条件分析

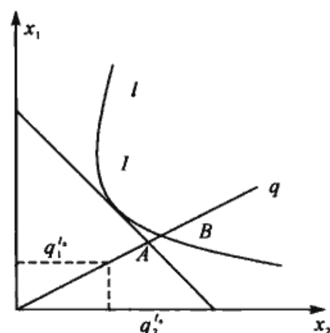


图 2-2　转型前的民众效用

我们设 t_0 为经济转型的时间起点，由于生产力水平较低，企业的产出水平 q^{t_0} 难以满足民众对于物质生活的需求 $q^{t_0} < q_1^{t_0} + q_2^{t_0}$，民众的效用水平

① 对于解除规制与中国经济转型问题，学界有两种不同的诠释方法，一种观点认为中国经济转型产生的巨大经济变化归结于中央政府放松对地方政府的规制，通过体制外的增量改革来提高效率，并不涉及体制内微观主体的行为（杨开忠、陶然、刘明兴，2003）；另一种观点则以微观企业重构为视角，认为政府放松对国有企业的"就业管制"才是转型期经济增长的内生性源泉（陈钊，2004）。笔者研究的视角始终立足于微观企业，因此解除规制更符合后者的认识，但对于解除规制的具体内容和过程，笔者则从企业价值创造过程进行分析，而不特别关注某一种企业要素行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图 2-2 的 A 点所示。此时，政府对企业采用完全规制的计划经济体制，$r_{eg}^{t_0} = 1$，企业由于没有经营自主权，企业内部缺乏激励效应，因此产出由劳动力相对应，尽管资本充裕但是产出水平低；社会处于一个物质产品极不丰富的卖方市场，老百姓有钱买不到商品(社会总供给水平低于其与民众的预算线的交点 B)，存在凭票供应的现象，企业不考虑竞争优势的问题，即 $k^{t_0} = 0$；民众提出改革的要求，要求政府拿出举措提高社会产出，进行经济转型。

(二)转型期制度产生的均衡条件：地方政府放松规制

作为制度变迁的制度供给方，地方政府不仅仅考虑到民众的需求，还要追求自身效用最大化，即 $MaxU_{government}$，将(2-1)代入(2-2)，整理后我们得到：

$$U_{government} = [\mu[c_l \Omega A(t) L^{1-\alpha} K^{\alpha}]^{(1-r_{eg})} + \theta \cdot r_{eg} + R(1 - r_{eg}) \quad (2\text{-}3)$$

由于各个系数为常量，企业内部的技术水平、劳动力投入以及资本投入既定，因此变量就是地方政府的规制程度 r_{eg}。我们在式(2-3)中，对 r_{eg} 一阶求导，解出政府效用最大化的极值以及所需要的条件。我们令 $c_l \Omega A(t) L^{1-\alpha} K^{\alpha} = z$，(2-3)转换后求导得：

$$\frac{\partial U_{government}}{\partial r_{eg}} = [\mu z^{(1-r_{eg})} + \theta \cdot r_{eg} + R(1 - r_{eg})]' = -\mu z^{(1-r_{eg})} \ln z + \theta - R \quad (2\text{-}4)$$

令(2-4)取零，解得：

$$r_{eg} = 1 - \log_2^{(\theta-R)} \quad (2\text{-}5)$$

因为 $R < 0, 0 \leqslant \theta \leqslant 1$，因此 $r_{eg} < 1$，政府要放松规制。

由于政府效用为正，并且符合连续凸函数性质，因此有极大值：

$$U_{government} = \mu(\theta - R) + \theta(1 - \log_2^{\theta-R}) + R\log_2^{(\theta-R)} \quad (2\text{-}6)$$

在此规制水平下，企业也存在一个效用水平，尽管这一效用水平不一定是最优的。需要指出的是，中国转型是民生导向的，转型初期企业没有自主权，难以对制度设计提出要求，因此对于转型制度的供给方和需求方是地方政府和民众。

但是作为社会财富的创造者，企业同样期望得到自身效用最大化的结果，尽管这一目标在很大程度上取决于地方政府的行为。通过对(2-1)式进行分析，我们可以发现，企业效用最大化的条件是尽可能地优化内部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资源，让适配函数发挥最大的效用[①]，同时降低成本，提升企业的竞争优势，这些策略的最终运用取决于企业自主权（$1-r_{eg}$）。通过上述模型分析，我们可以得出转型的焦点问题在于对政府规制水平的调节与控制，在民生导向下，政府必须通过放松规制来缓解产品市场供给不足的压力，这是一个一般性的结论，并不会存在过多的争议。而本研究接下来关注的重点在于政府如何放松对企业的规制，针对企业的不同领域和环节，放松的顺序和程度是如何把握的，因此我们将 r_{eg} 分解为 4 个部分 $r=r_1+r_2+r_3+r_4$，通过具体分析来解释中国转型的微观机理。

（三）转型的第一阶段：满足民众对产品数量的需求

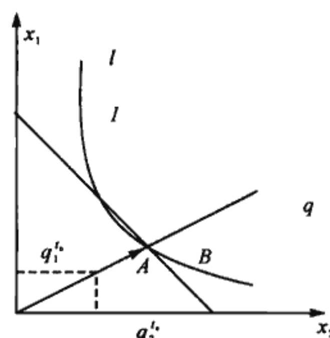


图 2-3 转型第一阶段的民众效用水平

转型的首要目标是满足民众对于物质产品的数量需求，如图 2-3 将效用水平从 A 点提升到 B，满足预算约束 I 下的民众效用最大化。

地方政府在放松对企业的规制过程中，可以选择，单一或者是其组合，如何选择就成为地方政府行为的关键。根据我们的假设 2-2，地方政府是一只“掠夺之手”，在追求其政治利益最大化的同时，也要规避政治风险，在同样能够加大企业自主权，提高企业效率的众多方案中，政治风险最小的就成为地方政府的首选。

比较来看，在控制住要素市场的渠道，以及产品市场的价格时，放松

① 根据前文企业理论的论述，企业是一个利益相关者资源共同产出的过程，但是由于各种要素不是完全适配的，因此企业会出现“短板”而影响产出，从 2-1 式可以看出企业通过调整技术水平、资本和劳动可以缓解企业的瓶颈效应，提高企业的产出水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对企业生产领域的规制，对于地方政府而言是风险最小的。因为控制了“源头”和“下游”，企业能够带来的政治变化有限，而对产品产出的影响却是最直接的，最能缓解民众的呼声，在政治市场上获利，因此地方政府首先会选择对企业生产领域放权的方式，释放企业活力，即降低。

增加社会产品产量，缓解短缺经济可以有两个途径：一方面对于原有企业而言，放松对生产领域的规制，在一定程度上能够实行包干制、承包制，有利于调动劳动者的积极性，对于加大研发（此时更多的是技术改造）和降低成本的努力就会增加，因此企业内部要素适配程度大大提升，企业产量增加。由于当时所处的市场环境是卖方市场，产量提升就意味着企业效益的提升，而且产品价格由国家控制，因此企业会强调内部挖潜来减低成本，通过低成本给企业带来收益。

另一方面，由于企业内部生产环节的放松，专有技术以及知识会以多样的形式产生扩散，降低行业的进入壁垒，大量新的企业产生，同样起到扩充市场规模的目标。

在这一阶段过程中，由于短缺经济的市场环境以及政府对于要素配置的低效率使得此时地方政府与企业的目标具有一致性，只要政治风险可控，放松规制就会达成共赢。

随着社会产品的丰富，民众的需求基本得到了满足，市场从卖方市场向买方市场转变，此时民众力图达到更高的效用水平，即不仅在数量上满足预算要求，而且要追求预算约束下的效用最大化，追求产品结构的差异。

（四）转型的第二阶段：满足民众对产品结构的需求

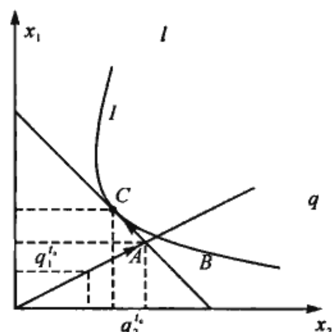


图 2-4 转型第二阶段的民众效用水平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着市场供求关系的转变，民众在满足基本物质需求的情况下，追求自身效用最大化，如图 2-4 所示。民众效用最大化的点位于无差异曲线和预算线的切点位置 C，因此地方政府后续的工作就是通过放松规制满足民众日益增长的物质需求。

对于政府而言，一方面进一步放松对企业生产领域的规制，另一方面要寻求新的方式让产品市场丰富起来，满足产品市场的多样需求。此时，政治风险最小，见效最快的方式就是放松对产品市场的规制 r_3，引入市场竞争机制。为了克服前期的短缺经济，地方政府对于企业快速扩充的产能水平采取了放任的态度，这样的发展在很大程度上会出现资源配置的低效率。此时，已经放松的规制难以再次收紧，因此最为可行的方式就是通过价格机制优胜劣汰，提高资源的配置效率，保证地方政府对于经济增长和资源配置效率的双重要求，通过市场机制塑造企业的竞争优势去赢得民众的需求。

在竞争过程中，企业为了降低自身的成本就需要政府放开对要素（原材料）市场的规制，打破对于关键要素的垄断经营。但是基于式（2-19）地方政府在满足民生需要后（μY 已经达到最大化水平），为了自身效用最大化，就要考虑规制收益（$\theta \cdot r_{eg}$）和政治风险[$R(1-r_{eg})$]两项的变化。此时，要素市场给政府带来的垄断收益是非常可观的，地方政府已经在此形成既得利益集团，难以打破；而要素市场中土地、资本市场放开带来的政治风险是难以估计的，因此地方政府最终决策会选择暂时不放松 r_1。

而企业面对激烈的竞争，为了获得竞争优势可以选择通过技术研发提高企业内部要素适配能力而提高竞争力，也可以选择差别化的方式来赢得民众的货币选票，但是还有众多企业采取低成本策略，为降低成本不惜采取污染环境、降低工资等回避社会责任的方式。

此时，民众在满足物质需求的同时，逐步关注环境问题、公平问题等有碍社会和谐发展的问题，因此向地方政府呼吁要求将自身的效用向一个新的层次提升。

（五）转型的第三个阶段：满足民众对于和谐生活的需求

基于前文的分析，企业面对激烈的市场竞争迫切需要地方政府放松

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于要素市场的规制 r_1，而民众则更关注地方政府对于企业产生的负外部性的规制 r_4 的加强，此时地方政府和企业之间就出现较强的利益冲突，必然因此进行复杂的博弈。这一复杂的博弈也决定了转型的发展趋势以及中国企业的发展方向。

仔细分析这一阶段地方政府和企业的行为，我们就会发现问题的复杂性。对于地方政府而言，要素市场规制背后是若干既得利益集团形成的错综复杂的利益关系，对这一市场放松规制意味着深层次的利益关系被打破并根据市场化的透明运作方式重新进行分配，其面对的压力可想而知，紧随其而至的必然是深层次的政府机构改革，这往往是企业所难以影响和预测的，这仅仅是问题的一个方面。

另一方面，地方政府放松要素市场的规制，要面对很大的不确定性因素。土地、资本等稀缺性关键生产要素一旦放开，紧随而至的很可能是大范围的投资行为和巨大的市场波动，其中房地产、证券市场以及关系到民生的命脉产业形成的波动将会给地方政府带来极大的政治风险。

第三节　中国转型过程中企业响应地方政府的策略假说

基于上述分析，中国转型发展是伴随着地方政府对企业规制放松的基础上逐步进行的。在不同的阶段，企业面对政府不断出台的政策，及时根据市场需求变化调整自身策略，最终完成政府的既定政策目标，推动转型走向成功。根据前文转型阶段论的基本模型，本节提出企业面对地方政府放松规制的行为，可能以及应该采取的响应策略，归纳为图 2-8 以及表 2-2 作为本研究的一个结论，并作为假说提出，为下文的历史检验提供基础。图 2-8 给出了转型期地方政府决策以及企业响应地方政府的策略分析流程，通过这一流程的分析，可以让企业充分熟悉自身所处的策略位置以及可供选择的策略走向。表 2-2 则是概括了企业响应地方政府行为的策略集合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

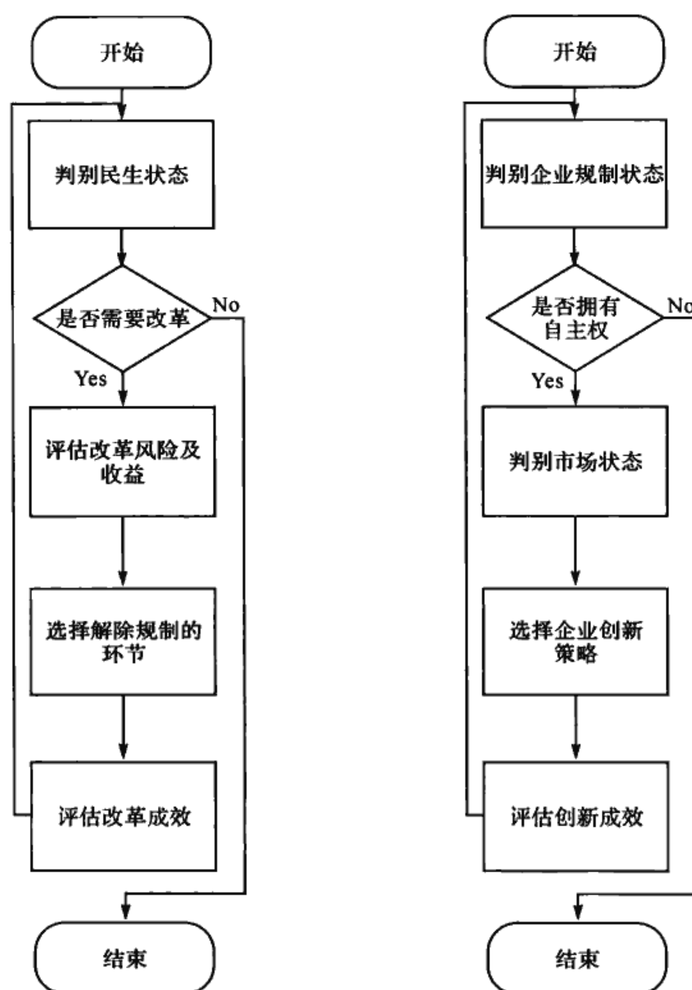


图 2-8 转型期地方政府决策以及企业响应地方政府的策略分析流程

表 2-2 企业响应地方政府行为的策略集合

转型阶段	地方政府策略	新增策略	具体含义	企业响应策略	具体含义
第一阶段：产权转型为主	放松r_2	—	放松对企业生产领域的规制，企业自由组织生产	进行“管理创新策略”	改变所有制结构，进行产权创新；改变技术结构，进行科技创新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

转型阶段	地方政府策略	新增策略	具体含义	企业响应策略	具体含义
第二阶段：市场转型为主	放松 r_2、r_3	r_3	在放松对生产领域规制的基础上，放松对产品市场的规制，表现为价格的放松	进行“市场创新策略”	加大产品成本控制，追求成本领先；加大差别化研发，追求差别化策略；进行市场影响活动
第三阶段：和谐转型为主	放松 r_2、r_3、r_1	r_1	适当放松部分要素市场的控制，允许企业通过市场组织要素进行生产，但是仍保留部分要素市场不放开	进行“社会资本创新策略”	加强对政府合作博弈，在社会关系网络构建中取得竞争优势，获得稀缺要素
	放松 r_2、r_3、r_1；加强规制	r_4	在上述改革的基础上，加大对企业外部性影响的控制，加大资源利用效率和环境保护政策，维护劳工权益	进行“社会资本创新策略”	加强对社会资本的投入，在利益相关者网络中获得竞争优势，承担社会责任，与政府合作构建和谐社会

第四节　检验与重构：改革30年企业响应地方政府策略回顾

理论的假设与实践的差距，往往需要通过历史的发展轨迹加以检验，通过对新中国工业发展的历史（1978—2008），我们发现了理论和现实之间存在的距离，这种距离不仅仅体现在理论抽象和现实具体之间的复杂性的差距，而且还体现在“改革逻辑”与“发展逻辑”的冲突和对立上。通过仔细梳理改革30年来国有企业和民营企业在成长过程中响应地方政府行为的策略，本部分对原有的理论模型进行了修正和完善，对地方政府行为模式进行了再梳理，最后确立了以政府放松规制为核心的企业响应地方政府的策略集合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、中国经济转型过程中企业行为的两重逻辑

前文的静态模型假设中，我们单纯从企业和地方政府相互关系的角度，尝试性地对中国转型过程中地方政府和企业之间的互动背景、互动过程以及企业采取的响应策略进行了分析和思考，提出了一个阶段性的假说和企业策略性集合。但是，仔细研读新中国工业发展的历史(1978—2009)，我们发现了理论和现实之间存在的距离，这种距离不仅仅体现在理论抽象和现实具体之间的复杂性的差距，而且体现在逻辑思路的冲突和对立上。

二、"改革逻辑"与"发展逻辑"[①]

在过去中国经济体制转型的30年间，企业并非以一种完全单一的形态存在，尽管在抽象概念上都符合我们理论中提出的"资源依赖观的实体企业"，但是在行为路径和历史轨迹上所发挥的效应和采取的策略存在很大差别，突出地体现为国有企业和民营企业两种不同的形态。此处我们谈到的形态的差异性，并不单纯从所有制关系上所体现出的所有者属性的差异，而是直接表现在这两种企业在中国转型过程的本质逻辑。

前文对于转型阶段论模型中的企业，是国民经济中存在的存量经济，政府对企业一开始就具有绝大部分的规制权力，鉴于中国转型的一个主要内容就是由计划经济向市场经济的转变，因此国有企业改革就成为中国经济转型过程中的一个核心命题，在很大程度上决定了中国经济发展的活力和导向，国有企业在中国经济转型过程中是一个明确的"改革逻辑"。如何通过有效的改革方式，解决计划经济条件下给企业遗留下来的外部制度障碍，如何通过有效的改革方式，解决企业内在机理约束机制，以及如何通过有效的改革方式，让企业在要素市场、产品市场以及公共品市场中获得维系企业长期发展的资源，这些就是企业策略性行为的主导思想。因此，国有企业改革的一个关键的途径就是通过要求企业放松规

① 就一般意义而言，发展的概念范畴是涵盖改革的，因为改革是一种特殊的发展模式，但是本研究将二者对立分析，仅仅是从历史的角度，审视经济改革的增量和存量之间的差异，借以从微观的角度来判别民营经济和国有经济之间的行为差异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制来释放企业原有的活力，这是符合我们前文模型的基本逻辑的。

相对国有企业而言，民营企业在中国转型的历史进程里却是一个全新的经济力量，是中国经济发展过程中的增量，由于民营经济的产生有其自发性的内生变量存在，因此先天就具有很强的活力，但是由于外在制度供给过程滞后于其发展过程，民营经济发展的核心要务就是在适应当时制度环境下，寻求最好的生存方式，并且尽可能地获取利润，为了这一目标可以同地方政府主动合作，也会同地方政府彻底决裂，因此发展逻辑贯穿于民营经济的主体行为。这个特殊的经济主体体现出的行为特征和初始条件与前文的转型阶段具有一定的差异性，它们更加关注地方政府的行为特征，具有更强的策略性行为倾向，这些是我们要着重审视的新问题。

三、“强制性制度变迁”与“诱导性制度变迁”

诺思在分析制度变迁的基本模式时，将制度变迁方式划分为强制性制度变迁和诱导性制度变迁，借此分析两种制度变迁的外在表现形式和内在动力来源。长久以来，学界基本的共识在于中国是采用诱导性制度变迁来完成转型，相对于东欧国家“阵痛疗法”的强制性制度变迁，中国体现出更为突出的优越性，因而就出现了“华盛顿共识”被“北京共识”取代的理论呼声。事实上，笔者认为就宏观经济而言，诱导性制度变迁是符合中国转型实际情况的，但是从微观角度而言这个理论假说就有很大商榷的余地，理由就在于“改革逻辑”与“发展逻辑”之间的差异。

中国的国有企业改革在很长一段时期内都体现为一种政府引导下的规制放松和企业活力释放过程，中央政府和地方政府对于国有企业改革采用的是以行政性命令为主，市场化手段为辅的策略组合；对于国有企业而言，在不断变化的制度环境下，满足政府改革目标就是要完成任务，技术改革、产权改革、兼并重组、下岗分流、股权分置等措施都是一种被动式的策略行为，从这个意义上讲，国有企业改革在很大程度上都符合强制性制度变迁的范畴。当然，我们同样承认在政府允许的范围内，国有企业有很多自发性的创新行为，其中也包含对制度的诱导性变迁因素，但是从整个发展过程而言，“改革逻辑”更多体现为强制性制度变迁。

而民营经济因为有先天的自发性内生变量存在，为了自身的发展往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往向政府要政策，向国企要技术，在制度不能提供的情况下，自发地创造自身需要的制度环境，戴“红帽子”、引进先进设备、发展国际贸易、形成产业集群都是可供选择的策略，从这个意义而言，民营经济的发展确实体现出诱导性制度变迁的典型特征。但是，由于意识形态和政治因素以及产业发展等外部因素存在，民营企业的发展也经历了强制性的行业整顿、清理，有高潮，有低谷，也是强制性制度变迁下的受体，但是正如前文所述，从整个发展过程而言，“发展逻辑”更多地体现出了民生意愿，体现了诱导性制度变迁的基本属性。

四、地方政府效用最大：两种逻辑的统一

尽管上述两种逻辑存在着形式上的差异，但是还是能够统一在一个分析框架下的，一个最主要的原因就是二者背后都体现出了地方政府的效用最大化原则。

一方面而言，国有企业的改革初衷在于盘活现有的要素和资本，将低效率的资本运作管理模式转变为高效率的资源配置方式，其最终的目的就是要国有企业所蕴含的利益相关者要素发挥出最大的效率，这种效率的提升既能够满足区域内的民生需求，也能够给地方政府带来政治上的收益，此时我们关注的角度是资本产出的最大化水平，因此，无论是放权让利还是民营化改革都是在实现这一目标。

我们还要注意，在地方政府掌控下还存在或多或少的以要素形式存在的物质财富，特别是资本要素，地方政府为了追求自身效用最大化，就必须让这些要素在有效的配置下保值增值，民营企业就是最有效的资本运作模式，民营企业因此产生并逐渐发展。当地方政府为了保证自身效用最大化而播下民营经济的种子时，同时也设置了适合这一种子生存发展的制度环境，这一环境为后期民间资本的发展提供了必要的条件，民营经济就此产生和发展起来。

根据上述分析，地方政府追求效用最大化的目标使得国有企业和民营企业采用不同的路径步入转型经济，虽然企业决策的客观背景、经济基础和制度环境存在很大的差异，但是仅仅是“殊途同归”而已，并没有本质性的矛盾，是可以统一在地方政府行为——企业策略行为这一分析框架下的，仅仅需要对转型过程中的具体微观机理进行丰富和完善。而完善

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论构建的基础就在于通过对新中国工业经济史的梳理进行，以下两节我们将采用历史检验的实证方法，分别回顾国有企业和民营企业在转型过程中的策略性行为。

第五节　交叉上市：中国企业转型期的资本策略行为

无论是民营企业还是国有企业，资本始终是影响企业发展的关键因素，而立足中国转型的阶段性特征，面对中央和地方政府的风险规避型的改革进程，企业在进行资本运作过程中也只能采用符合中国转型特征的策略性行为。

在转型的第一阶段，企业面临的最大瓶颈是生产产量的不足，尽管资本的压力存在但是由于市场范围有限，计划经济体制为国有企业提供了必要的资金支持，加之国内的资本市场还未建立，因此上市融资在国内难以实施，但是由于意识形态和资本管制的限制，境外上市也没有可能。

在转型的第二阶段，国内的资本市场已经开始初步建立，但是市场规模非常有限，大型国有企业面临战略转型期，面临巨大的资金压力，企业也迫切需要通过资本市场的运作过程，明晰企业股权结构，优化治理进而适应市场经济需要建立现代企业制度，此时境外上市就成为战略举措中的关键一环。

但是面对国外资本市场的复杂性，中国企业特别是国有大型企业还是难以有效适应，因此处于国际金融中心位置的香港作为“一国两制”的金融特区就成为国有大型企业的首选。与此同时，在市场制度建设上处于国际前沿水平的香港也面临市场规模有限，难以抵御大规模金融冲击的发展瓶颈，吸引中国内地的国有大型企业加入，也成为迅速提升自身实力的有效手段，因此选择在 H 股上市就成为最优的策略选择。

伴随中国内地 A 股市场的蓬勃发展，结合国内经济的持续快速发展，企业对于资本的需求上升到了一个全新的高度，步入 A 股成为上市公司不仅仅是在资本市场获得了一个新的发展契机，更是嵌入了一个社会网络之中，通过在 A 股获准上市能够在中国广大投资者中获得更为广

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泛的认知，加强对政府政策与相关企业的互动，对于企业发展的作用不容置疑，因此回归 A 股也成为企业发展的良策。

综上所述，交叉上市特别是 AH 股交叉上市是中国企业在转型期发展的适应性策略选择行为，也是特殊时期的特殊行为，立足中国转型的微观机理将有助于让我们更为深入地解析 AH 股交叉上市所引发的溢价行为，下文将立足更为深入的视角，解析 AH 股溢价的成因并形成具有操作价值的对策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　交叉上市企业溢价成因的理论解析

第一节　交叉上市的溢价外因分析

一、信息不对称

对称信息(Symmetric Information)是指在某种相互对应的经济人关系中,对应双方都掌握有对方所具备的信息,即对应双方都了解对方所具备的知识和所处的经济环境。不对称信息(Asymmetric Information)是指在相互对应的经济人之间不作对称分布的有关信息和知识。信息不对称理论(Asymmetric Information Theory)指出,由于社会分工的发展、专业化程度的提高和获取信息需要的成本,社会成员之间的信息差别日益扩大,这种日益扩大的差别意味着市场参与者愈来愈处于市场信息的非对称分布之中,亦即市场交易的一方比另一方占有较多的相关信息,并且交易双方对各自在信息占有方面的地位是清楚的(仵志忠,1997)。

信息与资产价格的形成息息相关,投资者只有根据自己所掌握的信息情况才能做出相应的决策。理论上,在一个有效的市场上,所有信息应该能够准确及时地传递给所有的投资者,然而实际中并非所有投资者都能及时公平地得到所有的信息。同时,投资者本身的不同也会造成对信息理解和接受程度的不同,即信息不对称。在信息不对称条件下,不同投资者对同一资产的定价也会存在差异,从而导致同一公司的股票在不同市场上表现出不同的定价。

目前,我国证券市场中仍然存在着较多不规范的阻碍市场健康发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的因素，市场操纵、内幕交易、证券欺诈等不正当行为仍然屡禁不止。而信息不对称是证券市场中不规范因素中较为突出的一项。

(一)政府与上市公司间的信息不对称

相对于政府，上市公司在自身的经营状况、财务状况、产品销售情况等方面具有信息优势。为了谋求自身利益最大化、大量吸收资金以及寻求更为宽松的经营环境，部分上市公司主观上会故意隐藏信息或制造虚假信息，包装上市或规避政府监管。总体而言，由于政府对上市公司信息掌握不完全，处于信息劣势地位，而上市公司正是利用了自身的信息优势，在与政府的博弈中取胜。

(二)上市公司与投资者之间的信息不对称

我国股票市场是一个以中小投资者为主的市场，他们大多无法直接参与企业的经营决策活动，真正对企业有控制权的是国家股和法人股股东。投资者只能通过上市公司的财务报表、招股说明书及董事会公告等信息进行投资决策分析。然而，这些信息并不足以让投资者做出理性的判断，因此往往会失去机会，造成损失。而上市公司本身对自己的经营状况很清楚，这就在上市公司与投资者之间产生了信息不对称。

上市公司和投资者之间的信息不对称一方面是由投资者信息获取和处理能力不强造成的，更重要的是因为上市公司为了实现利益最大化，而人为制造的信息不对称。具体表现为：

1. 制造虚假信息。表现为上市公司采取伪造、掩饰的方法在会计凭证、会计账簿、会计报表以及其他统计资料和业务活动记录材料上做手脚，隐瞒事实，虚报利润。

2. 提供滞后信息和不连续信息。上市公司的经营过程是一个连续不断的动态过程，理想状态下信息披露过程也应该是一个连续不断的过程，但目前上市公司往往做不到这一点，存在较为严重的信息披露滞后性和间断性，给投资者的投资决策造成很大的不便。

3. 信息披露不够规范。许多上市公司在对待信息披露的问题上往往做得不够严肃，在信息披露的方式、披露内容和披露时机的选择上很随便，随意性很强，提供信息的范围过小，造成大量的小道消息和内幕信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 非主动提供信息。不少上市公司在信息披露上处于一种被动应付的状况。往往不是主动地去披露有关信息，而是抱着尽量少披露、能够不披露就不披露的观念。

不论是A股市场还是H股市场，上市公司与投资者之间都是存在信息不对称的，只不过信息不对称的程度可能不同。Moel(1999)认为双重上市股票的价格是上市所在地市场信息披露水平的增函数。比起A股市场，H股市场有着更为严格的信息披露标准和更高的信息披露水平，因此，按理来说H股的价格应该高于A股，不过实际情况却与之相反，这可能是由于A股投资者的投资机会较少和投资技能不够成熟(不善于深入挖掘公司披露的信息)，以及第三种信息不对称——A股投资者和H股投资者之间的信息不对称造成的。

(三)投资者之间的信息不对称

从投资者的实力来看，我国证券市场的投资者主要可以分为机构和散户。机构可以凭借其雄厚的资金实力与上市公司进行共谋，同时，它们还有很强的信息获取和分析能力，这都导致其与散户之间产生信息不对称。当然，机构和散户的信息不对称不是本文主要讨论的问题。

从投资者的国别来看，我国证券市场的投资者又可以分为国内投资者和国外投资者。Chakravarty et al.(1998)发现，中国的外资股B股比内资股A股价格的平均水平低60%，这是由于B股投资者获取境内上市公司信息更为困难，因此其未来收益期望值的方差更大。此外，刘昕(2004)的研究也表明信息不对称因素是影响H股折价程度的关键因素之一，但信息不对称具有方向性，H股市场向A股市场的信息传递机制造成的信息不对称是价差变化的原因。具体到A股相对于H股溢价问题上，A股投资者和H股投资者获取信息的差异具体表现为以下两方面：

(1)不同投资者接收的信息内容不同。由于A股市场和H股市场报告所遵循的会计准则存在着较大差异，从事审计所依据的审计准则也存在差别，加之存在一些政策性因素乃至审计质量方面的原因，同一公司的财务报表可能会出现显著的差异。

(2)不同投资者接受信息的途径和成本不同。A股投资者由于距离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司地理位置近，往往可以采取现场调研的形式对拟投资的公司进行考察，从而提前获取更多的信息，因此他们对获取国内市公司有着信息获取上的天然优势。而 H 股投资者获取同样信息的成本则大得多。同时，语言和新闻报道的差异也是影响两地投资者之间信息获取能力的因素，A 股投资者的母语优势使其能更多更早地获得公司的信息。

总之，由于地理差异、语言障碍和对会计标准差异等原因，A 股投资者相对于 H 股投资者拥有较多的信息，即使 A 股投资者和 H 股投资者能获得相同的信息，H 股投资者也不容易理解和接受。因此，和 A 股投资者比较而言，投资 H 股的国外投资者会认为自己处于信息劣势，面临着更高的投资风险，会要求更高的预期收益，也就是愿意支付更低的股价。

二、流动性差异

自从 Amihud 和 Mendelson(1986)开创性地发现股票的定价与其流动性的关系以来，越来越多的实证研究证明流动性对股票定价的影响。流动性高的股票，投资者变现资产的速度也越快，因此要求的非流动性补偿越小，从而股票的定价相对较高，反之则股票定价越低。

流动性是指资产替代或者变现的难易程度，Harris(1990)指出，流动性包括宽度(Width)、深度(Depth)、即时性(Immediacy)和弹性(Resiliency)。宽度是指买方报价或者卖方报价偏离市场中间价格的程度，也就是不考虑市场价格时的总成本，该指标主要用来衡量流动性中的交易成本因素。深度即在特定价格上存在的订单总数，通常指最佳买卖报价上的订单数量之和。订单数量越多，则市场越有深度，反之，如果订单数量很少，则市场缺乏深度。即时性主要指证券成交的速度。从这一层面衡量，流动性意味着一旦投资者有买卖证券的愿望，就较易导致价格偏离均衡水平后恢复均衡价格的速度。但是，在任何一个市场，如果投资者愿意接受极为不利的条件，交易一般均能够得到迅速执行，除非是有价格限制机制的市场。所以，即时性一般不作为一个独立的指标存在。弹性指的是由交易引起的价格波动消失的速度，或者委托单不平衡的调整速度，即由于一定数量的市场，价格将立刻返回到有效水平。

在这四个市场流动性衡量指标中，市场宽度刻画了价格的变化特征，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场深度刻画了交易或者委托数量特征，市场及时性刻画了价格变化、委托数量和时间因素，市场弹性刻画了价格波动与时间的关系特征。不过，这四个指标在衡量流动性时可能彼此之间存在冲突。例如，深度和宽度通常就是一对矛盾，深度越大则宽度越小，宽度越大则深度越小；即时性和价格也是一对矛盾，为耐心等待更优的价格无疑将牺牲即时性。

A 股和 H 股市场的流动性差异的影响因素主要受市场微观结构和市场参与者行为的影响，具体如下：

1. 市场微观结构。A 股市场和 H 股市场在市场类型、交易制度、交易税费和市场信息披露等方面具有不同点，比如香港具有卖空制度，而内地禁止卖空；又如，在汇率制度方面，香港长期实行货币局制度，港币兑美元在固定区间内小幅波动，而内地在 2005 年之前基本实行盯住美元的固定汇率制。这些差异会从不同方面影响交易方式，从而影响流动性状况。不同微观结构，具有不同的价格发现过程，因而流动性的提供机制和价格的波动性、交易成本等也不相同。已有研究表明，电子交易能降低指令处理成本、逆向选择成本等交易成本，从而提高了市场流动性。对最小的价格变动的限制将影响价差和报价深度。

2. 市场参与者的异质性程度、情绪、偏好和风险厌恶程度对市场流动性也都有着重要影响。参与者对流动性有自增强预期效应，即投资者倾向于涌入流动性好的市场，反过来这又维持和加强了该市场的流动性。交易者的差异化使其投资组合多样化，可以增加市场流动性。对资产价值估价高的投资者提交买入指令，估价低的投资者提交卖出指令，价差和深度取决于不同类型投资者的比例和分布。当交易者对风险厌恶时，或者对价格的期望丧失信心时，市场流动性便会下降。相对于 A 股投资者，H 股投资者具有更高的风险规避系数，因此 H 股相对于 A 股常常表现出较低的流动性。

总之，流动性反映了市场以合理价格迅速成交的能力，体现了市场的效率情况，它是有价证券的一个关键属性，对资产定价有很大影响。如同风险厌恶的投资者会要求更高的期望收益来补偿他们承受的风险一样，投资者更愿意将资金投资于流动性好的资产，因为这些资产可以很快变现，且交易成本较低。而投资者在流动性较低的市场中交易时，需要付出较大的交易成本，即较大的存货风险和逆向选择风险，为此他们会要求较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的收益作为补偿，公司也会通过较低的定价来弥补投资者所增加的交易成本（Amihud and Mendelson，1986）。因此，流动性差异会导致股票价格不同，如果外资股相对于内资股交易成本高，流动性差，则股价相对较低（Kadlec and John，1994）。

就A股和H股而言，由于国内投资品种较少且无法投资国外资产，A股是国内投资者的主要投资品种，而H股仅为国际投资者众多选择中的一种，因此我国A股市场成交活跃度比H股要高，即A股相对于H股流动性更好。另外，目前我国股票市场整体均未推行做市商制度，因此无法由做市商通过不断买卖来维持市场的流动性。综上可以看出，A股的流动性相对于H股而言更高，H股投资者要求的预期收益更高，因此H股的股价相对于A股更低。

三、需求弹性差异

需求弹性是指在商品价格变动时，商品的需求量因此发生变化的程度。需求弹性大的商品在价格显著上升时，需求量会下降，在供给一定的状况下最终会使商品价格下降。而需求弹性较小的商品在价格显著上升时，需求量受影响不明显。股票作为金融商品，其价格也会受市场需求量的影响。

为了最大限度筹资，Stulz 和 Wasserfallen（1995）认为企业可以充分利用国内外投资者的需求弹性差异，通过增减相应股票数量以控制股票价格以最大化企业价值，从而导致内资股和外资股价格的不同。从微观经济学角度来看，公司为了获取最大利润，会要求边际收益等于边际成本：$MC=MR_A=MR_H$。同时，$MR=P(1+1/E)$，其中，E是需求弹性，由此可以得到$P_A/P_H=(1+1/E_H)/(1+1/E_A)$。由此可以看出，需求弹性越低的投资者，被征收的价格就越高。

尽管中国内地的资本市场上已经有信托产品、期货、银行理财产品和基金等投资选择，但由于这些金融工具的开发程度有限，股票仍然具有巨大的优势。投资者可以自由决定投入的本金（不像信托产品那样有一定的投入资本门槛），可以自由选择与自己的投资价值判断标准相符或喜好的股票（不像基金那样遵循固定的投资风格），在承担一定风险的条件下可以获得较高的收益（比投资期货风险小，比银行理财产品收益高），可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随时调整所持有股票的投资期(不像信托产品和银行理财产品那样有一定的投资期限限制)。由于金融产品的品种和开发程度有限,不能很好地满足投资者多样化的需求。因此,A 股投资者的投资机会有限,除股票外只有银行存款和国债等少量投资渠道。

与此同时,我国 A 股市场上还存在着股权分置现象。所谓股权分置,是指中国股市由于特殊历史原因,在上海证券交易所和深圳证券交易所 A 股市场上市的公司普遍形成了流通股和非流通股。流通股包括境内上市人民币普通股、境内上市外资股和境外上市外资股,非流通股包括国家股、法人股(发起法人股、外资法人股、募集法人股)等,不能在证券交易所上市流通。因此,和 H 股市场比起来,A 股的相对供给较低,国内投资者对 A 股的需求弹性也就相应地较低。而国外投资者的投资余地却相对宽泛,拥有比较多的途径能够实现资产配置的分散化和多元化,在他们的资产组合中,H 股所占的份额并不高。即便是在 H 股市场上投资受阻,他们还可以通过投资于 B 股、红筹股来分享中国经济发展带来的投资收益,此外,他们的投资工具也很丰富,因此国外投资者对 H 股的需求弹性较高。

通过以上分析可以看出,由于国内资本市场存在着资本管制,国内投资者在资本市场的投资渠道较少,加上股市泡沫效应、高储蓄率等多重因素的影响,要想通过获取比银行存款等投资工具更高的收益,只能选择 A 股市场的股票,因此国内投资者对 A 股的需求价格弹性较低;香港市场投资者和内地投资者相比,可供选择的投资工具较多,对股票的需求价格弹性较高。根据垄断差别定价理论,需求弹性较高的投资者可以付出较低的价格,需求弹性较低的投资者须付出更高的价格,因此 A 股的价格要高于 H 股的价格。

然而,这一情况目前已经开始发生转变。2005 年 8 月开始,国务院五部委联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》,标志着股权分置改革的工作全面展开。股权分置改革就是要上市企业中的国有及法人股成为可流通股,达到同股同权、同价的全流通状态。随着股权分置改革的进行,大量非流通股得以解禁并进入流通市场。A 股投资者能够投资的股票数量得到了较大的增长,因此其对股票的需求弹性会因此得以提高,那么 A 股相对于 H 股的溢价情况也可能会随之有所改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、投资理念差异

A 股市场的卖空限制以及自身缺乏完善的股指期货交易，使境外投资者和境内投资者的投资理念存在着巨大的差异。境外投资者注重公司的长期收益，关注公司基本面的分析。而境内投资者更注重短期收益，非理性的投资理念一度起着主导市场的作用，市场参与者的操作方式以投机为主，其主要目的是为了获得相对短时间内的买卖差价（陈斌等，2002）。这种投机性的投资理念认为决定股票价格不是股票的“内在价值”，而是股票的“心理价值”，即投资者基于某种期望在证券市场上进行炒作而形成的股票价格。

一般来说，股票市场的投机性强弱可以通过换手率、市盈率和股指波动性等指标来体现：

（一）换手率

换手率是指成交股数与流通股数的比率。股票原持有者会因为各种原因而考虑改变投资组合即持有股票的结构，或因为需要流动性而将股票在流通市场卖出。因此，有股票的交易就必然有一定的换手率。如果股票持有者在购买股票时是在进行长期投资，那么相对来说持有期就会较长；反之，如果原股票持有者在购入股票时是在进行投机的话，那么相对来说持有期就会较短，因为一般来说投机者会在股价上升时获利就将股票卖出，在股价下跌时投机者也会因为止损而将股票卖出。这样较短的持有期带来的交易频率的增加会在一定程度上提高股票的换手率。所以较高的换手率可以用来表示市场的投机程度。

我国股票市场的换手率历来过高，远远高于成熟市场 30%—60% 的年换手率（香港理工大学课题组，2004）。当然，我国股市的换手率整体上也有逐年下降的趋势，但是仍然过高，这表明我国股市投资者的投机动机明显。

（二）市盈率

市盈率是股票价格与每股税后盈利之比。在公司盈利不变的情况下，市盈率的高低就取决于股票价格。市盈率过高反映股价可能已经偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离了其合理价值。市盈率高，一方面可能确实是投资者对公司未来高增长能力的预期造成的，但另一方面，这种高市盈率也有可能源于投机行为，因为追涨式的投机会使股价严重偏离其基本价值，从而使市盈率相对偏高。

一般而言，影响市盈率水平的基本因素是该市场所处地区的经济发展潜力和市场利率水平。新兴证券市场中的上市公司普遍有较好的发展潜力，利润增长率比较高，因此，新兴证券市场的整体市盈率水平会比成熟证券市场的市盈率水平高。欧美等发达国家成熟股市的市盈率一般保持在 10～20 倍左右，而亚洲一些发展中国家的股市正常情况下的市盈率在 30 倍左右（朱武祥，2001）。屠孝敏（2006）认为中国股市当时的高市盈率并不意味着股市存在泡沫，但是后来股市的长期低迷的事实证明当时的中国股市确实存在一定的泡沫。由此可以看出，中国股市的市盈率确实过高，这也就从一个侧面表现出中国股市是一个高投机性的市场。

（三）股指波动性

缺少卖空机制是中国股市的特殊的交易制度。在这一交易机制下，投资者交易行为趋同，在股价上涨时期，投资者的投机行为只能表现为追涨，其下跌预期无法通过卖空体现出来，市场的群体效应又使股价上涨的预期进一步得到加强，股价进一步上涨。而在股价达到高位时，投机者的获利减持又会使股价下跌，通过投机传染性特点使下跌加剧。这样投机行为不但不会起到稳定股价的作用反而加剧了股价的波动，使股价的波动幅度和频率同时增加。

与国外成熟市场相比，中国股市便呈现出了波动相对剧烈的特点。中国股市的波动性成倍高于世界主要股市，甚至大大高于新兴市场。同时，与世界主要发达股市相比，中国股市的最高波动性居首、平均波动性也同样居首（高潮生，2003）。股市波动与市场投机是一对孪生兄弟。股市的剧烈波动增加了投资者的心理负担和精神压力，导致他们更倾向于短期投机行为。而这种短线交易的投机行为反过来又加剧了股市的波动，从而形成了一种恶性循环。

总之，中国内地的股票市场和香港的股票市场发展程度不同，开放程度也不同，两个市场上的投资者类型也有较大的差异。A 股市场的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，尤其是数目众多的散户投资者，受投资知识水平和投资技巧的限制，其投资行为远不如成熟资本市场的投资者的投资行为理性。表现在股票投资中就是，对打探所谓的内幕信息的积极程度远高于分析判断上市公司基本面状况和整体经济环境的运行状况，在股价波动时容易跟风操作，以及看重短期股价波动带来的资本利得收益而不是长期持有股票、随企业良好发展产生的股利收益。

与之相反，香港股票市场发展历史相对较长也相对成熟，投资者对价值投资的理念的熟悉程度和贯彻程度普遍要强于大陆股票市场投资者，这是一个成熟的资本市场对投资者的必然影响。同时由于香港是开放的资本市场，H 股的投资者中除了香港本地的投资者之外，还有来自国外更成熟资本市场的投资者，他们对上市公司价值的关注和对股票内在价值的判断也会影响香港本地的投资者，而这种成熟的投资理念的重要表现就是更关注公司价值的长期增长带来的持有收益，而不是靠短期股价波动产生的资本利得。也就是说，A 股市场是一个投机性较高的市场，而投机型的 A 股投资者更能承受风险，他们要求的贴现率低于外国投资者，因此能够承受更高的股价(Ma，1996；Mei et al.，2005)。当 A 股投资者买卖股票的投机性质越重时，其承受的风险也越大，要求的贴现率也就越低，那么愿意支付的 A 股价格也就越高。

五、风险差异

证券投资风险是指证券价格的波动，进而造成投资收益率的不确定性或易变性，这种易变性可用收益率的方差或标准差度量(Markowite，1952；Sharpe，1964)。对风险投资行为而言，收益与风险是相伴而行，而且是此增彼长的关系。对投资者来说，进行证券投资的最直接动机是获得收益，因而投资决策的目标是获得收益最大化，风险的存在是必然的，否则就不能获得较高的风险收益。但由于收益与投资之间在时间上存在滞后性，这种滞后导致收益受许多不确定因素的影响，从而使得收益成为一个未知量。投资者在进行决策时只能根据经验和所掌握的资料对未来形势进行判断和预测，从而形成对收益的预期。

证券投资风险按其性质不同以及是否可分散，可以分为：系统风险(Systematic Risk)和非系统风险(Unsystematic Risk)。在数量上，总风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险等于这两部分之和。

系统风险，是指由于某种因素使市场上所有的证券都出现价格变动的现象。所有上市公司都受全局性因素的影响，这些因素包括社会、政治、经济等各个方面。这些共同的因素会对所有企业产生不同的影响，不能通过多样化投资来分散，因此系统风险又称为不可分散风险或不可回避风险。其来源主要有政策风险、市场风险、购买力风险和利率风险等。市场只给系统风险提供风险报酬，于是投资者的收益就与市场的系统风险密切相关，而衡量系统风险的指标就是系统风险系数——β 系数。β 系数是指某种证券的收益率与市场组合的风险报酬之间的相关性，它的大小反映了该证券收益率的变动与整个市场收益率变动之间的相关关系。对国外投资者而言，中国股票市场是比较新兴的市场，投资中国股票将会面临着较大的系统风险，主要包括政策性风险、汇率风险以及利率风险等。

非系统风险又称非市场风险或可分散风险，是指个别因素对单个股票造成损失的可能性，其不同于系统风险，是专指个别股票所独有并随时间变动的风险。它通常由某些特殊的因素引起，与整个股市不存在系统、全面的联系，而只对个别或少数证券的收益产生影响。这种风险可以通过投资组合加以消除，因此市场不对非系统风险提供风险报酬。非系统风险可以抵消或回避，因此又称为可分散风险或可回避风险，主要包括信用风险、经营风险、财务风险（曹凤岐，2000）。对国外投资者而言，中国股票市场公司的信息披露水平较发达国家还有所差距，因此投资中国股票可能会面临较高的经营风险。而国内投资者由于投资渠道受限，其对风险的敏感程度较低。

根据资本资产定价模型（CAPM），期望收益率主要取决于无风险利率和风险溢价，因此，风险差异会造成双重上市企业股票的价差。Ma（1996）认为 A 股价格与内地市场的 β 风险系数正相关。境外投资者认为由于中国股票市场是新型的股票市场，中国国内企业在企业经营风险之外，还有巨大的国家风险，包括政治风险、汇兑风险和利率风险等，因此其要求的投资回报率高于 A 股投资者所要求的回报率。同时，由于 A 股投资者的投资渠道极其有限，他们的风险规避系数更低，在获取相同收益的情况下，A 股投资者愿意冒更大的风险，即能够接受更高的价格，换言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之，市场的风险大小对A股投资者要求的投资回报率影响相对较小。因此在中国这样一个投机盛行的市场中，A股投资者可能为了在短期内赚钱而愿意承受高风险，这样的高度投机行为可能会推高A股价格；而风险厌恶的国外投资者面对中国股票市场的高风险，会要求更高的风险溢价进行补偿，根据有价证券未来现金流的资本化定价方法，国外投资者要求的期望收益率就会高于国内投资者，相应的H股价格就低，从而造成同一上市公司的H股价格低于A股价格。

第二节　交叉上市的溢价内因分析

一、影响企业价值的内部治理因素

根据价值规律，一样资产的市场价格是对其内在价值的反映，并围绕这一价值上下波动。以往关于公司治理的研究认为，公司治理因素会影响企业价值，而对于交叉上市公司来说相同的内在价值在A股和H股市场反映出了不同的价格，因而，交叉上市溢价也是对内因的不同反映，本文选取了如下五个方面影响企业价值的内因，以构成一个整体的内因体系：

（一）资本结构

资本结构包括权益资本与负债的比例关系以及它们各自的构成。资本结构中股权结构与融资方式对企业价值具有相关性影响，以往的研究认为内部人持股比例、股权集中程度与负债融资的比率会通过代理成本等因素来影响公司价值。

内部人持股比例通过改变控股股东与其他股东之间的利益冲突来影响企业价值，随着内部人持股比例的增加，其进行在职消费和侵蚀股东财富的激励就逐渐降低，从而减少与其他股东的冲突，进而增加企业的价值。Mork等(1988)认为内部持股人存在两种相反的倾向，一种是以自身利益最大化为原则分配公司资源的倾向，另一种是随着自身持股比例的增加而与外部股东利益趋向一致的倾向。而Stulz(1988)的研究显示，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司价值首先随着内部持股比例的增加而增加，当内部持股比例达到一定程度时，公司价值又会随其增加而下降。他的解释是，内部持股比例的增加使得因经营不善而被接管的可能性降低，而接管难度的增加又会强化股东的不思进取，从而降低公司价值。

股权集中程度同样会影响企业价值。一方面，Berle 和 Means（1933）的研究认为股权的过度分散会导致典型的股东不能真正行使有效监督公司管理者行为的权力，而所有者与管理者的冲突往往会向有利于管理者的一方而结束，使得公司价值下降，因而提高股权集中度可以提高所有者的监督能力，从而提高公司绩效。Shleifer 和 Vishny（1986）的实证研究也支持了这一观点。另一方面，股权的相对集中有利于大股东对企业经营者进行有效的约束，同时也会激励大股东提高企业的经营业绩。

对于资本结构的安排，根据代理成本理论，负债融资可以降低外部股权的代理成本从而提高企业价值，因为一方面在投资总额不变的情况下，负债融资可以相对地增加经理人员的持股比例，从而降低代理成本；另一方面，负债融资增加了偿还债务的风险使得经理人员可以支配的“自由现金流”减少，限制了其在职消费。但同时，股东与债权人也存在着利益冲突，负债融资会诱使股东发生道德风险行为，股东会有将承诺投资于低风险项目而获得的低利率负债融资投资于高风险项目的道德风险行为，这种行为会导致债券价值的降低。

此外，由于我国特殊的体制因素，我国上市公司的股权属性中存在着国有股、法人股和流通股。国有股由于产权不明晰和不可流通性可能引发道德风险，在国有股占控股地位的上市公司容易形成内部人控制，引发经理人的败德行为。同时国有股在监督上容易带有行政色彩，造成对于企业过多的干预，导致政企难以有效分离，降低了企业运营的效率。因而可以预期国有股比例对企业价值具有负面影响。法人股同国有股一样，在流动性上都受到了限制，因而法人股股东更加倾向于长期投资，在企业的公司治理中对代理人起着一定的监督和激励作用，目前的研究大多认为法人股比例对企业价值存在着正向影响。这方面的研究中，许小年和王燕（2000）的研究发现，国有股比例与公司绩效成负相关，法人股比例与公司绩效正相关，而流通股比例与公司绩效并不相关。陈晓和江东（2000）的研究则发现，股权结构对公司绩效的影响随行业竞争性的不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不同，在具有垄断竞争色彩的商业行业中，法人股比例和国有股比例对公司绩效没有显著影响，而在竞争性行业中国有股比例与公司绩效负相关，法人股比例与公司绩效负相关。

（二）董事会治理

董事会治理是公司治理的核心，其运行效率对公司治理效率和企业价值有着重要的影响。关于董事会治理的研究分析了其不同特征与公司价值之间的关系，包括董事会的独立性和董事会的规模等。

独立董事是指不在上市公司担任除董事外的其他职务，并与其所受聘的上市公司及其主要股东不存在可能妨碍其进行独立客观判断关系的董事。由于独立董事独立于公司股东且不受制于公司经理层，因而可以对公司的事务做出独立的判断，在设计之初就旨在防止控制股东及管理层的内部控制，损害公司整体利益。Jensen 和 Meckling（1976）从委托代理视角分析认为独立董事有利于股东财富的最大化。此后，Jensen（1986）通过证明独立董事比例与公司分红政策和股东财富间的关系，得出独立董事制度与公司绩效间存在正向关系。对于我国独立董事的研究中，吴淑琨（2001）通过对 1999 年中国上市公司数据的实证分析发现独立董事比例与公司绩效正相关，她认为董事会独立性的提高可以提高公司价值。而吴世农（2005）用托宾 Q 值作为公司价值衡量指标，通过理论分析和模型的推导也得出了相似的结论。此后栾驭和石军（2009）同样用托宾 Q 值作为公司价值衡量指标，通过对深市 A 股上市公司的实证分析支持了他们的观点。但同时胡勤勤和沈艺峰（2002）以及于东智（2003）、孙敬水（2004）的研究认为董事会独立性与公司价值之间的关系并不显著。

董事会规模对企业价值存在着正、反两面的影响。一方面，有学者认为，董事会规模过大会降低其运行效率，使得董事会成员之间在沟通和协调上产生问题，导致许多好的创意与策略因沟通困难而无法实施，同时也会由于搭便车问题而加剧董事会的功能障碍。另一方面，较大的董事会规模意味着董事会成员拥有更加多样化的知识、技术与产业背景，使得董事会内部成员之间形成知识结构的互补，从而提高了董事会的决策质量。Chaganti 等（1985）以 21 组成功与失败的零售商为样本，实证结果发现成功的零售商企业具有较大的董事会规模，进一步的研究还发现，董事会规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模愈小，公司破产的比例愈高。在国内的研究中于东智和池国华(2004)实证发现董事会规模与公司绩效指标之间存在着倒 U 型曲线关系，即董事会规模发展到一定程度对公司绩效最有利，但超过这一规模就会阻碍绩效的提高。而余怒涛等(2008)则认为公司规模对董事会规模具有门槛效果，在规模较小的公司中董事会规模更多地发挥了正面效应，而在规模较大的公司中董事会规模的扩充往往不能提高公司价值，还可能对公司价值造成负面影响。

(三)监事会治理

监事会作为我国公司治理的组成部分，主要承担了监督的职能，它代表股东和其他利益相关者对董事和高级管理者进行监督，防止其滥用职权，损害公司和股东利益。以往关于监事会的研究主要关注于监事会规模和监事会会议次数同会计信息披露质量的关系以及监事会规模和监事会会议次数同公司绩效的关系。另外也有学者认为，我国的独立董事制度同监事会制度存在着一定的冲突。

关于我国上市公司监事会的研究中，何卫东(2003)发现，较大的监事会规模有利于提高会计信息披露的质量，薛祖云和黄彤(2004)发现监事会会议次数与会计信息披露质量负相关，他们认为这是因为会计信息质量存在问题或财务状况恶化的上市公司，其监事会往往被动召开多次会议调查情况、商量对策。张逸杰等(2006)以上海和深圳证券交易所的指数成本股为样本，通过横截面数据和面板数据的检验发现，监事会规模与盈余管理负相关，监事会的会议次数与盈余管理不相关，他们认为总体上监事会能起到财务监督的作用。在对监事会特征与公司绩效的实证研究中，卿石松(2008)采用 2000—2004 年 A 股上市公司的数据，实证发现监事会特征与每股收益存在显著关系，其中监事会会议次数与公司绩效呈显著负相关，而监事会规模与公司绩效呈 U 型曲线关系，公司绩效与监事会规模呈显著负相关，与监事会规模的平方呈显著正相关。

另外也有学者的研究质疑我国监事会的实际运行效率，如郑浩昊和罗丽娜(2003)认为我国上市公司监事会的职能被虚化，原因是：一方面许多上市公司内部人控制现象较为严重，导致众多上市公司的监事会成员皆由控股股东委派，使其不可能实行有效的监督；另一方面由于议事机制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的不合理，监事的知情权、查询权和监督权受到极大的限制；其次监事的自身素质和独立性也影响了其行使有效监督。另外孙敬水和孙金秀(2005)采用2002年浙江上市公司数据作为样本，在控制了公司规模、市盈率、财务杠杆比率和利润增长率后的实证研究发现监事会对公司绩效没有显著影响，他们认为内部人控制导致监事会失去独立性、监事会成员文化程度和专业素质低以及监事会成员持股比例和报酬低是造成监事会职能虚化的原因。

在我国引入独立董事制度后，监事会和独立董事制度存在着一定的冲突，这就更加弱化监事会的职能。高明华等(2006)认为我国的二元公司治理模式导致了独立董事和监事会在职权上存在明显的重叠和交叉，他们提出应在短期内强化监事会的主体地位，并将独立董事制度作为公司治理内部监督的一种辅助机制，而在长期内应当实现二者职权的融合，向单一监事会制度过渡。

(四)高管薪酬激励

根据委托代理理论，公司管理层和股东之间由于利益不一致和信息不对称会导致较高的代理成本，为了降低这种代理成本，实现股东财富最大化，股东便通过与管理层签订“报酬—绩效契约”，来激励管理层增加企业价值和股东财富。对于高管的薪酬激励一般包括现金薪酬激励和股权激励。

关于高管薪酬水平的研究中Gibbons和Murphy(1990)的研究发现CEO薪酬的变化同公司绩效存在显著正相关，而同行业和市场表现存在显著负相关。Mehran(1995)采用1979—1980年153个随机选择的制造企业数据的检验也支持了薪酬激励同企业绩效的正相关，他们还发现激励的形式而不是激励水平在促进高管层提高企业价值。国内的研究中，魏刚(2000)用1999年我国A股上市公司的年报数据研究发现高级管理人员年度货币收入与公司绩效之间并不存在显著的正相关关系，认为我国上市公司高级管理人员报酬过低，报酬结构不合理，“零报酬”、“零持股”现象严重，不能产生有效的激励作用。张俊瑞(2003)采用2001年我国上市公司的年报数据研究发现高管人员薪金报酬的对数与公司经营业绩指标每股收益(EPS)存在显著的正相关关系，他认为我国上市公司与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理人员之间的"报酬—绩效契约"关系已基本形成，但激励与约束机制尚不健全。杨海燕和李瑞(2010)以2001—2007年沪深两市A股上市公司的数据研究了上市公司高管薪酬激励水平与股东财富的关系，发现高管薪酬激励水平与股东财富呈显著的正相关关系，但人均薪酬对股东财富的影响很小。

股权激励是除现金薪酬外普遍采用的激励方式。根据委托代理理论，公司所有者和经营者之间由于利益不一致容易导致较高的代理成本，为了降低这种代理成本，所有者便通过授予经营者一定的股权使经营者利益与公司的利益趋向一致，激励其实现公司价值最大化。关于股权激励的研究中，Jensen和Meckling(1976)提出了利益趋同假说，认为管理层持股比例的增加有利于降低代理成本，从而改善企业业绩。而Morok等(1988)的研究发现管理层股权激励与企业绩效呈非线性相关关系。他们认为当管理层持股比例达到一定水平时，其在职消费的价值会高于因公司价值减少而带来的损失，因而会导致管理层对股东的利益侵占行为，而这种非线性相关关系是由利益趋同和利益侵占两种效应共同作用的结果。此后Mc Connell和Serves(1990)实证研究了公司托宾Q值与管理层持股比例的关系，发现两者关系呈倒U型曲线。

对于我国上市公司股权激励的研究中，李增泉(2000)以1998年我国上市公司年报数据为样本的分析得出管理层持股比例达到一定程度后对企业绩效具有显著影响，但是我国上市公司高管持股比例偏低，不能发挥很好的激励作用。许承明和濮卫东(2003)的研究发现公司业绩同董事长、总经理的持股比例呈正相关关系。另一方面，魏刚(2000)的实证研究得出管理层持股比例与上市公司业绩不存在显著正相关。高明华(2001)对管理层持股比例与公司绩效进行偏相关分析，其结果支持了魏刚的观点。此外，徐大伟等(2005)以股本回报率(ROE)作为经营绩效评价指标的研究发现当管理层持股比例在0—0.75%的范围内，上市公司经营绩效与管理层持股比例正相关，在7.5%—33.35%之间为负相关，而大于33.35%又表现为正相关。

(五)信息披露质量

信息披露质量的提高可以减少公司与外部投资者之间的信息不对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称，从而降低有关的代理成本，提高公司价值。以往关于信息披露质量与公司价值的研究普遍认为，信息披露质量的提高一方面可以降低融资成本，另一方面可以增加公司股票的流动性。

国外的研究中，Diamond 和 Verrecchia（1991）认为通过增加信息披露来减少信息不对称，可以降低企业的资本成本，因为证券的流动性会由此提高，并吸引更多大投资者的投资需求。而 Bhattach 等（2003）以 34 个国家 1986—1998 年的数据为样本进行研究，发现盈余披露质量越差的国家，其股票市场的股权融资成本越高，股票的交易越不活跃。另外 Wesley（2004）采用自愿性信息披露指标对拉美三国的检验表明，信息披露程度越高，公司价值越高。

国内的研究中，曾颖和陆正飞（2006）以深市 A 股上市公司为样本，用披露总体质量和盈余披露质量两个指标反映信息披露质量，研究发现在控制 β 系数、公司规模、账面市值比、杠杆率、资产周转率等因素的条件下，信息披露质量较高的样本公司边际股权融资成本较低。张宗新等（2007）采用 2002—2005 年深市上市公司信息披露质量数据实证发现信息披露质量与上市公司绩效存在显著的正相关关系。刘文军和米莉（2010）同样采用深圳证券交易所公布的上市公司信息披露质量评价结果来衡量信息披露质量，研究发现信息披露水平能有效降低内外部信息不对称程度，降低委托代理成本，改善公司治理，抑制公司过度投资行为，从而提高公司业绩。以往的文献普遍认为，信息披露质量的提高有利于降低资本成本，提高股票流动性，从而增加公司价值，因而可以预期信息披露质量对公司价值有正向影响。

二、内因作用机理分析

（一）考虑估值理念差异的内因作用路径分析

我国证券交易市场设立于 20 世纪 90 年代，至今二十余年，由于发展时间和国情因素的限制，我国证券交易市场在交易品种和开放化程度上仍有许多有待完善之处。香港证券交易市场距今有 100 多年的历史，2000 年后更是逐渐成长成为一个全球化的证券市场，其交易品种丰富，吸引着来自全球的投资者，被理论界普遍认为比内地的股票市场理性、成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟。因而A股市场与H股市场相比，在成熟度、规范化运作程度和投资者的构成上存在着一定的差异，使得投资者对于股票的估值理念上存在差异，这些差异主要体现在不同的风险偏好水平和对于基本面因素的不同考虑程度。

在公司基本面因素上，吴战篪(2007)基于Collings(1997)的估值模型，以29家AH股交叉上市公司为样本，研究了以公司财务信息反映的基本面情况与AH股价差的相关性，发现以净资产、会计盈余和流通股比例等指标构建的估值模型对H股股价的解释力度优于A股，并认为估值理念差异是导致AH股价差的重要成因。而郝臣(2009)又在前人研究的基础上进一步将公司治理因素作为公司基本面的一部分引入Ohlson的估值模型，并采用沪深两市2002—2005年的面板数据实证研究发现公司治理因素与股价具有显著相关性而且有总体提高的趋势，同时在考虑每股收益和每股净资产的情况下，发现公司治理因素具有较低的增量价值相关性。

结合吴战篪(2007)和郝臣(2009)的研究思路，公司治理因素可以作为基本面的一部分，纳入在考虑估值理念差异下的交叉上市溢价分析框架中。作为公司基本面的一部分，公司治理因素一方面由于自身在两个市场间存在的差异而导致价差，另一方面又由于投资者的不同解读，即估值理念差异而导致价差(如图3-1)。

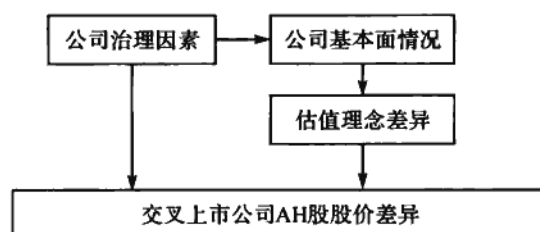


图3-1 考虑估值理念差异的内因分析

首先将公司治理作为一个整体因素来考虑，根据郝臣(2009)检验公司治理价值相关性的模型(3-1)，可以分别建立相对于A股和H股的估值模型(3-2)和(3-3)：

$$P_{it}=\alpha+\beta cgindex_{it}+\varepsilon_{it} \tag{3-1}$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中 P_{it} 是公司 i 在 t 时的股价，$cgindex_{it}$ 是反映公司治理综合情况的变量。

$$P_{it}^{A}=\alpha^{A}+\beta^{A}cgindex_{it}^{A}+\varepsilon_{it} \quad (3\text{-}2)$$

$$P_{it}^{H}=\alpha^{H}+\beta^{H}cgindex_{it}^{H}+\varepsilon_{it} \quad (3\text{-}3)$$

其中 P_{it}^{A} 是公司 i 在 t 时的 A 股股价，P_{it}^{H} 是公司 i 在 t 时的 H 股股价。

比较模型(3-2)和(3-3)，导致 P_{it}^{A} 和 P_{it}^{H} 差异的因素有：

(1)反映公司治理综合情况的变量 $cgindex_{it}$ 的差异。公司治理因素中董事会治理、监事会治理和高管激励不会在 AH 股市场存在差异，导致差异的主要因素是非流通股和信息披露质量。由于我国特殊的体制因素，相对于境外的资本市场，我国上市公司除了有发行在外的流通股股份外还有因受限制而不能上市流通的非流通股，这部分非流通股的定价方式和流通股存在差异，同时由于其不能上市流通，导致了非流通股股东和流通股股东的利益不一致，使得投资者对其预期存在差异，另外在经过股权分置改革后非流通股最终都要在 A 股市场上市流通，因而会对 A 股市场的流通股产生一定的影响。另一方面，我国 A 股市场采用中国会计准则而 H 股市场采用香港财务报告准则，在假定投资者都以各自市场披露的年报为参考的条件下会存在着信息披露透明度的差异，根据信息不对称假说，投资者在收集信息和处理信息上的差异会导致不同的价格预期，因而这种差异也可能会导致溢价。

(2)回归系数 β 的差异。β 系数反映的是股价变动随公司治理因素变动的情况，也即投资者对于公司治理因素的敏感程度。以往的研究普遍认为 H 股的投资者相对于 A 股的投资者更加理性，更关注基本面因素。如巴曙松等(2008)的研究发现低溢价率类公司每股收益增加时，H 股投资者将愿意比 A 股投资者支付更高的价格，反之亦然。焦巍巍(2009)的研究也发现香港投资者比 A 股投资者更加重视上市公司的盈利能力，而 A 股市场的噪音交易成分要大于港股市场。

(3)截距系数 α 的差异。α 系数反映的是模型中忽略的与股票价格有关的因素。这些因素包括外部因素、其他基本面因素和目前研究可能未发现的因素，为了深入分析内因的作用机理，实证分析中将进一步引入外部因素和其他基本面因素，以检验在考虑这些因素的时候公司治理因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素对于溢价程度的影响。

其次考虑公司治理各变量对股价的不同影响程度，对模型(3-1)进行扩展，建立新的相对于 A 股和 H 股市场的模型(3-4)和(3-5)：

$$P_{it}^{A}=\alpha^{A}+\beta_1^{A}Cap_{it}^{A}+\beta_2^{A}Dire_{it}+\beta_3^{A}Super_{it}+\beta_4^{A}Mot_{it}+\beta_5^{A}Inf_{it}^{A}+\varepsilon_{it} \quad (3\text{-}4)$$

$$P_{it}^{H}=\alpha^{H}+\beta_1^{H}Cap_{it}^{H}+\beta_2^{H}Dire_{it}+\beta_3^{H}Super_{it}+\beta_4^{H}Mot_{it}+\beta_5^{H}Inf_{it}^{H}+\varepsilon_{it} \quad (3\text{-}5)$$

其中 *Cap* 代表资本结构，*Dire* 代表董事会治理，*Super* 代表监事会治理，*Mot* 代表高管激励，*Inf* 代表信息不对称程度。

具体而言，影响溢价的内因又可以从股权分置改革、估值理念差异和信息披露质量这三个主要的方面加以分析：

(二)主要内因的作用途径

为了促进资本市场的发展，我国于 2005 年全面推行股权分置改革，以解决之前在 A 股上市的公司中非流通股上市流通的问题。由于非流通股比例较大，这项改革将在对我国 A 股市场形成一定冲击的同时，对 AH 股交叉上市溢价也造成影响，目前 61 家 AH 股上市公司中，有 33 家涉及股权分置改革，其中有 15 家尚未完成。

股改的目标是最终实现全流通，即让所有非流通股转换成流通股，这个过程从三个方面对 AH 股价差造成影响：

一方面，非流通股上市流通的过程中，为了对非流通股全面流通产生的负向价格效应提供补偿，非流通股股东需要向 A 股流通股股东支付对价，使得 A 股股东存在补偿预期。这种补偿预期往往会在市场得知公司要支付对价的情况下就产生正向的价格效应，从而推高 A 股股价提高 AH 股价差。韩德宗(2006)以 A 股流通股股本对非流通股股本的比值来衡量这一补偿预期，研究发现其对价差的回归系数显著为负，说明补偿预期对价差有显著影响，而且补偿预期越小价差越小。

另一方面，股权分置改革前我国 A 股上市公司的非流通股比例比较大，接近于总股本的 2/3，这使得非流通股上市流通会扩大 A 股的流通股供给，造成负向的价格效应。这种供给影响会因非流通股转变方式的不同而有所不同，包括原非流通股转变为股改后可立即上市交易的对价增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股和限售期满可上市交易的股份。前者将在股改方案实施期间造成股价波动，而后者会在长期内造成市场扩容压力。这方面的研究中，郦金梁等(2010)通过理论分析和实证检验发现对价产生的收益与对价增股造成的负向价格效应正好相抵，使得市场累积超额收益对短期冲击不敏感，而远期的限售股转流通股带来的市场扩容压力，造成的负向价格效应比较显著。

此外，由于股权分置改革前非流通股主要集中在大股东手中，而且以公司的账面价值进行交易，使得这部分股东不关心股价表现，容易造成内部人控制问题。因而股权分置改革可以促进非流通股股东和流通股股东的利益趋向一致，改善企业的公司治理水平，减弱 A 股和 H 股市场间的市场分割程度从而使 AH 股价差缩小。这方面的研究中，廖理等(2008)通过股东控股及其行为，董事会及其治理，经理层治理和信息披露四个方面的指标来衡量公司治理水平，采用主成分分析的方法研究了股权分置改革对公司治理水平的影响，实证发现，股改全面推行一年后，已完成股权分置改革的公司相比整体样本公司而言有着更大的改善，而尚未进行股权分置改革的公司其公司治理水平没有明显变化。他们进一步的研究又发现，股权分置改革对控股股东及其行为影响最大，而对其他三个维度的影响并不显著。徐扬(2010)认为股权分置改革使大股东具备了提高股票价格的动机，公司的自愿性信息披露增加，有助于改善市场信息不对称，而内部人控制等问题的改善也有助于减弱 AH 股的市场分割。他的实证研究发现股改后 AH 股的互动关系增强。郦金梁等(2010)通过实证研究发现股改前公司治理效率越低的企业由于股改而带来的价格反应越正面，股改前股权集中度越高的企业由于股改而带来的市场价格反应越低。

(二)估值理念差异带来的价差

股权分置改革前国家股和法人股是以非流通股的形式存在，而股改后以有解禁日期限制的限售流通股形式存在，因而目前仍有大量公司还没有实现全流通。对于这种非流通股或限售股，境内外投资者的市场反应存在着差异，境外投资者认为大量非流通股使得股权高度集中不利于企业经营，容易造成较高的风险，因而对 H 股的估价就比较低，而境内投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者倾向于认为同等规模的公司非流通股比例越高，流通股规模就越小，股价越容易被机构投资者操纵而维持高位。张懿（2008）以限售流通股比例作为衡量这种估值理念差异的变量，研究发现其对价差的回归系数显著为正，他认为限售流通股比例比较大的企业一般具有大比例的国家股和法人股，而 H 股投资者认为这种股权结构安排会导致公司治理结构低效因而要求更高的风险补偿，导致价差增大。

另外，异质信念理论认为，由于信息获得和处理能力的非对称性以及交易机制的差异，投资者对于证券价格的估计会存在着不同，从而形成了不同的价格预期。理论上港股市场被认为相对于 A 股市场更加成熟，其投资者的相对需求弹性大于 A 股市场，因而风险偏好程度低于 A 股市场，对公司基本面因素的考虑要高于 A 股投资者，因而其对股价的预期受公司治理因素的影响更大。这方面的研究中吴战篪（2007）以财务信息作为基本面因素的实证证明港股股价受基本面因素的影响大于 A 股。陆静、曹国华和唐小我（2011）在 CAMP 模型的基础上放宽了该模型对于投资者同质预期的假定，建立了具有异质信念并考虑 A 股市场具有卖空限制的两阶段定价模型，他们采用事件研究的方法，以 2002 年以前已实现 AH 股交叉上市的公司作为样本，实证检验发现，A 股市场的投资者在年报披露前的异质信念指标大于年报披露后，而 H 股市场的年报披露前的异质信念指标小于年报披露后，说明 A 股市场投资者在年报披露前存在着过度反应，他们认为这是由于中国 A 股市场存在着显著的信息泄露现象，导致信息披露前股价反应异常。

（三）信息披露质量的作用途径

根据信息不对称假说，境内外投资者在对交叉上市公司的信息获取和理解上存在着差异，这种差异导致了不同的期望收益率进而引起价差。而两地会计准则的差异是导致这种信息不对称的一方面因素：A 股市场采用国内会计准则（PEC GAAP），而 H 股市场遵循的是香港财务报告准则（HKFRS），这使得两地的投资者获得的财务信息不同，以往的研究大多认为境外投资者在获取的信息质量上弱于国内投资者。但是，以往的研究一般采用公司规模和交易信息不对称指标来衡量信息不对称程度，对于造成信息不对称的会计准则差异及其导致的信息披露质量差异却少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有分析。

近年来，这种信息披露质量差异在政策的推动下正逐步消除。2007年12月，中国会计准则委员会与香港会计师会联合签署了《关于内地企业会计准则与香港财务报告准则（HKFRS）等效的联合声明》，并在其后发布的《企业会计准则解释第2号》中规定，同时发行A股和H股的上市公司，除了部分长期资产减值损失的转回以及关联方披露这两项差异，对于同一交易事项，应当在A股和H股财务报告中采用相同的会计政策、运用相同的会计估计进行确认、计量和报告。

但是，AH股交叉上市公司在执行的过程中仍存在着包括资产折耗方法产生的差异、企业改制资产评估产生的差异和同一控制下企业合并产生的差异等方面的选择差异和执行差异。

（四）内因分析的总结

公司治理因素是影响和反映公司内在价值的重要因素，对AH股交叉上市公司公司治理因素的不同解读反映了A股和H股市场投资者的不同风险偏好和投资理念，这种理念的差异又同两个市场本身的特点有着密切的关联，如可选择的投资渠道数量，市场成熟度和开放度。另一方面，由于我国特殊的体制因素，中国A股市场存在着股权分置的问题，伴随着股权分置改革的推进，A股市场面临着短期的股改方案实施影响和长期的扩容压力，这在一定程度上也影响着AH股价差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 AH股交叉上市溢价内部形成因素的实证解析

第一节 AH股交叉上市溢价影响因素的实证分析：基于静态视角

一、理论假设与实证模型

（一）公司治理与公司价值

静态视角的研究需要从公司治理评价体系入手。如前所述，交叉上市溢价反映了同一家公司的价值在不同市场的价格表现。而这种公司价值又同公司的内部治理有着密切的关联。以往关于公司治理与公司价值的研究，主要从分析公司治理的某些特定因素与公司价值的关系入手，也有少量学者研究了综合公司治理水平同公司价值的关系。

关于公司治理因素与公司价值的研究中，学者们从资本结构、董事会治理、监事会治理、管理层激励、信息披露质量等不同方面进行了分析，详细内容在第三章内因部分已作介绍。国内的研究中许小年和王燕（2000）以及陈晓和江东（2000）研究了在我国特殊体制下国有股比例及法人股比例与公司价值的关系，发现在竞争性行业中国有股比例与公司绩效负相关。吴淑琨（2001）和吴世农（2005）实证分析了中国上市公司独立董事与公司绩效的关系，发现二者存在正相关。孙敬水和孙金秀（2005）在研究浙江上市公司监事会治理与公司绩效关系时发现监事会治理对公司绩效没有显著影响，认为我国监事会的运行效率并不理想。魏刚（2000）的研究发现我国上市公司早期的高管薪酬激励效果并不理想，而杨海燕和李瑞（2010）采用 2001—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年我国上市公司数据的实证发现高管薪酬激励水平与股东财富呈显著的正相关关系，说明高管薪酬激励的效果得到了显著的改善。

关于综合治理水平与公司价值的研究通常包含设定反映综合治理水平的指标以及检验该指标与公司价值的关系这两个方面。国内的研究中白重恩和刘俏（2005）在分析了公司治理的主要机制的基础上从董事会、高管薪酬、股权结构以及财务信息披露和透明度四个方面选择了8个治理变量，这8个变量是：CEO是否兼任董事会主席或副主席、外部董事比例、五大高管人员的持股比例、第一大股东持股量、第二至第十大股东持股量的集中度、企业是否拥有母公司、是否在其他市场挂牌上市以及是否国有控股。在控制了公司规模、资产营销比、营业收入与销售比、资产负债率和行业虚拟变量后分别研究了8个治理变量与公司价值的关系，并采用主成分分析法构造了反映中国上市公司综合治理水平的G指标，实证显示G指标同公司市场价值存在显著的正相关关系，说明投资者愿意为公司治理好的企业支付溢价。

陈祖英和刘银国（2010）在前人研究的基础上构建了公司治理综合评价指标，该指标从股权结构、外部机构审核评价、董事会治理机制、经理人员激励四个方面选取了10个治理变量，如表4-1：

表4-1　公司治理综合评价指标

一级指标	二级指标	层　次
股权结构	I_1：第一大股东持股比例	Ⅰ
	I_2：前十大股东持股比例	Ⅰ
	I_3：流通股比例	Ⅰ
外部机构审核评价	I_4：财务报告审计意见	Ⅱ
	I_5：是否受到证监会或交易所审批	Ⅱ
董事会治理机制	I_6：副董事长或董事长是否兼任总经理	Ⅲ
	I_7：董事长或副董事长报酬来源	Ⅲ
	I_8：独立董事比例	Ⅲ
经理人员激励	I_9：经理人员持股数	Ⅲ
	I_{10}：高管薪酬总额	Ⅲ

资料来源：陈祖英、刘银国、朱龙：《公司治理与企业价值的相关性研究》，《技术经济》，2010年第3期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们将 10 个治理变量划分为三个层次，并根据层次的不同给指标赋以不同的权重，并根据指标的质量高低给以不同的分值，从而获得公司治理指数的计算公式：

$$CGI=(6\times I_1+6\times I_2+6\times I_3+3\times I_4+3\times I_5+I_6+I_7+I_8+I_9+I_{10})/\text{最高分}\times 100 \qquad (4\text{-}1)$$

其后使用公司治理综合评价指标并控制了是否垄断行业、公司规模、成长机会、企业研发能力等外生变量后对 2007 年我国上市公司数据的实证发现公司治理水平与公司绩效显著正相关。

(二)考虑估值理念差异的内因实证模型

1. 假设提出

如第三章所述，根据前人的研究本文将公司治理因素作为公司基本面的组成部分纳入在考虑估值理念差异下的交叉上市溢价分析框架中。公司治理因素作为基本面的一部分，一方面会由于自身的差异而导致价差，另一方面也会由于投资者的不同解读而带来不同的价格预期进而导致价差。而后者正体现了价值规律在两个市场间的作用。

在与价差相关的内因指标选取上前人的研究并不多。胡章宏和王晓坤(2008)以户均持股比例、第一大股东持股比例和高管持股比例来反映公司治理水平，在与 H 股占总流通股比例、相对换手率、总流通市值、收益率方差之比等外因变量的联合检验后发现公司治理结构对价差没有显著影响。朱津滢(2010)在研究交叉上市溢价外部因素的基础上以股权集中度、资产增长率、企业规模、成长机会作为衡量公司治理结构的变量，在与需求差异、风险偏好差异和信息不对称差异等外部因素的联合检验中发现，股权集中度对 AH 股价差有正向影响，资产增长率与价差呈显著正相关，说明公司扩张能力越强 AH 股价差越大。另外公司规模对价差有负的影响，而成长机会对 AH 股价差的影响在固定效应和随机效应模型中都不显著。

前人对于内部治理与溢价关系的研究，一方面在内因变量及其指标的选取上仍有待完善，另一方面关于综合治理情况与溢价关系的研究尚属空白。本文在前人关于内部治理与公司价值的研究基础上结合 AH 股交叉上市公司的特点从资本结构、董事会治理、监事会治理和管理层激励四个方面提取了 9 个指标，形成了一个内因的评价体系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-2　内因评价体系

一级指标	二级指标	
资本结构	I_1：非流通股比	nontrade
	I_2：限售股比	control
	I_3：前十大股东持股比例	topten
董事会治理	I_4：董事会规模	sdirector
	I_5：董事会平均报酬	dsalary
	I_6：独立董事比例	indirector
监事会治理	I_7：监事会规模	ssuper
管理层激励	I_8：高管平均薪酬	inice
	I_9：高管持股比例	mshare

为了剔除外部因素的影响，将需求弹性差异、风险偏好差异、流动性差异和信息不对称作为控制变量。

表 4-3　外因控制变量

外部因素	衡量指标	
需求弹性差异	A 股流通股数/H 股流通股数	current
风险偏好差异	A 股收益率标准差/H 股收益率标准差	stata
流动性差异	A 股换手率/H 股换手率	turnover
信息不对称	股本总额	total

前人的实证结果和公司治理因素作为基本面的组成部分对于内地和香港市场投资者的不同意义都揭示了其带来 AH 股交叉上市溢价的可能性，因而提出假设 4-1。

假设 4-1：在控制了需求弹性差异、风险偏好差异、流动性差异和信息不对称四个外部因素后，以内因评价体系反映的公司治理内部因素对 AH 股交叉上市溢价程度存在显著影响。

为了进一步检验内部治理因素与 AH 股交叉上市溢价之间的关系，本文拟采用主成分分析法对各年度的截面数据进行逐个分析，从内因评价体系中提取出公司治理综合变量，以检验其与 AH 交叉上市溢价之间的关系。由此提出假设 4-2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设 4-2：以内因评价体系提取的公司治理综合变量对 AH 股交叉上市溢价程度存在显著影响。

2. 实证模型

为根据内因评价体系全面检验内因与 AH 股交叉上市溢价的关系，参照胡宏章和王晓坤（2008）的研究，建立了扩展后的面板数据模型（4-2）：

$$P_{it}=\alpha+\beta_1 P_{it-1}+\beta_2 nontrade_{it}+\beta_3 control_{it}+\beta_4 topten_{it}+\beta_5 sdirector_{it}+\beta_6 dsalary_{it}+\beta_7 indirector_{it}+\beta_8 ssuper_{it}+\beta_9 inice_{it}+\beta_{10} mshare_{it}+\beta_{11} current_{it}+\beta_{12} stata_{it}+\beta_{13} turnover_{it}+\beta_{14} total_{it}+\varepsilon_{it} \quad (4-2)$$

其中 AH 股溢价程度定义为同一时点 AH 价差对 H 股股价的比值，采用如下的计算方式：

$$P_{it}=(P_{Ait}-P_{Hit})/P_{Hit} \quad (4-3)$$

其中 P_{Ait} 表示公司 i 在 t 时的 A 股股价，P_{Hit} 表示公司 i 在 t 时的 H 股港股股价乘以 t 时人民币对港币的汇率。

二、样本选择及描述性统计

样本数据选择了截至 2009 年 12 月实现 AH 股交叉上市的 59 家公司，数据来源于 wind 资讯，股价数据采用日交易复权数据平均，并剔除了汇率影响。样本数据为年度数据，数据跨度为 2001—2009 年。

通过命令 xtdes 显示样本包含 59 家公司，时间跨度为 9 年，各百分位上 T_i 均为 9，说明整体上为平行面板数据，样本 N 大而 T 小说明为短面板数据。

表 4-4 主要变量的描述性统计

变量		均值	标准差	最小值	最大值	观测数
pah	总体	0.9398119	1.147208	−0.7156702	5.864079	315
	组间		0.882346	−0.4990896	2.934936	58
	组内		0.7308534	−0.8155848	3.868955	5.43103
l. pah	总体	0.8248827	1.030472	−0.7156702	4.596141	294
	组间		0.8465282	−0.4990896	2.870879	58
	组内		0.6157024	−0.6368866	2.852231	5.06897

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

变 量		均 值	标准差	最小值	最大值	观测数
sdirector	总体	11.65079	2.992433	4	23	378
	组间		2.9923	7	19.5	59
	组内		1.376865	2.539683	17.87302	6.40678
ssuper	总体	5.306878	2.075755	1	12	378
	组间		1.982402	2.777778	11	59
	组内		0.8881817	1.084656	9.195767	6.40678
dsalary	总体	213155.6	427418.1	0	6551556	378
	组间		340850.5	23050.22	2317040	59
	组内		322429.5	−1646784	4447672	6.40678
indirector	总体	0.3592543	0.0898375	0	0.7142857	378
	组间		0.075132	0.2380952	0.6316138	59
	组内		0.0623459	0.0257294	0.6411141	6.40678
inice	总体	273400.9	527843.1	0	7699869	378
	组间		452479.9	33500.44	2974073	59
	组内		369353	−1504789	4999196	6.40678
mshare	总体	0.0025077	0.0046337	0	0.0328072	331
	组间		0.0039699	0.0000523	0.0269635	59
	组内		0.0033468	−0.0095995	0.0196807	5.61017
nontrade	总体	0.2915036	0.2847216	0	1	334
	组间		0.2152576	0	1	59
	组内		0.2393754	−0.1705622	0.7148828	5.66102
control	总体	0.2229184	0.2535776	0	0.8633872	334
	组间		0.2187753	0	0.8631252	59
	组内		0.1993483	−0.0901035	0.7079936	5.66102
current	总体	1.891625	9.534122	0.0596418	143.7296	297
	组间		19.68853	0.1428571	143.7296	54
	组内		3.428783	−15.86034	44.7751	5.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续　表

变　量		均　值	标准差	最小值	最大值	观测数
stata	总体	1.016798	0.4944758	0.0904989	3.453466	288
	组间		0.3448279	0.2476376	2.722757	58
	组内		0.4105538	−0.0134369	3.133891	4.96552
total	总体	1.40e+10	4.62e+10	2.45e+08	3.34e+11	334
	组间		6.41e+10	2.90e+08	3.34e+11	59
	组内		1.31e+09	7.46e+09	2.46e+10	5.66102
topten	总体	80.2048	14.32989	34.02	100	383
	组间		13.3624	39.04445	97.92333	59
	组内		4.254582	53.86855	104.7573	6.49153
turnover	总体	0.0144449	0.0172756	−0.0269161	0.0880421	297
	组间		0.0108337	−0.0096415	0.0415588	54
	组内		0.0141262	−0.0181239	0.0654666	5.5

从主要变量的描述性统计可以看到，2001—2009 年样本公司的溢价程度平均约为 0.94，董事会规模平均为 11.6 人，前十大股东持股比例平均约为 80.2%，独立董事比例平均约为 35.93%，监事会规模平均约为 5.3 人，高管平均薪酬约为 27.34 万元/年，高管平均持股比例约为 0.25%。从图 4-1 中可以看出样本公司的 AH 股平均溢价水平整体呈先下降后上升的趋势，并在 2008—2009 年趋于平缓。

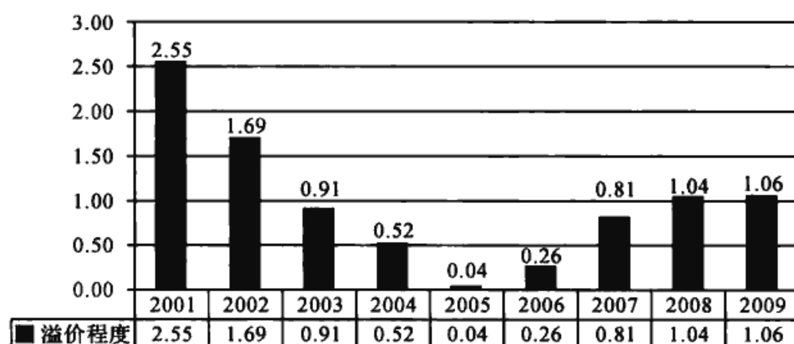


图 4-1　历年平均溢价程度情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、实证检验及结果分析

(一)各内因联合检验与单独检验

首先检验了不加入一阶滞后变量的模型(4-4)：

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 nontrade_{it} + \beta_2 control_{it} + \beta_3 topten_{it} + \beta_4 sdirector_{it} + \beta_5 dsalary_{it} + \beta_6 indirector_{it} + \beta_7 ssuper_{it} + \beta_8 inice_{it} + \beta_9 mshare_{it} + \beta_{10} current_{it} + \beta_{11} stata_{it} + \beta_{12} turnover_{it} + \beta_{13} total_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4\text{-}4)$$

固定效应和随机效应的检验结果如表 4-5：

表 4-5　模型(4-4)的固定效应和随机效应检验结果

变量名	固定效应	随机效应
nontrade	−1.778622 *** (−2.64)	−1.884367 *** (−3.46)
control	−1.187385 * (−1.77)	−1.114655 ** (−1.96)
sdirector	0.0791685 ** (2.11)	0.0416282 (1.31)
ssuper	0.0554884 (0.97)	0.0217433 (0.51)
dsalary	−7.49e−08 (−0.07)	2.72e−07 (0.34)
inice	−3.76e−07 (−0.40)	−1.13e−06 * (−1.94)
mshare	−58.16223 *** (−2.62)	−45.90578 *** (−2.88)
topten	−0.01404 (−0.73)	0.0035971 (0.37)
indirector	−1.966076 ** (−2.34)	−1.36628 * (−1.81)
stata	−0.4171064 *** (−3.56)	−0.4554131 *** (−4.09)
current	−0.038568 (−0.93)	−0.0410157 (−1.19)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

变量名	固定效应	随机效应
turnover	−3.624115 (−1.00)	−4.053659 (−1.19)
total	5.44e−11 (0.69)	−3.13e−12 (0.135)
cons	2.303154 (1.41)	2.202063 ** (2.39)

注：固定效应括号中为 T 检验值，随机效应括号中为 Z 检验值，*** 表示在 1% 显著，** 表示在 10% 显著，* 表示在 5% 显著。

检验结果显示限售股比和非流通股比在固定效应和随机效应中均比较显著，且符号均为负，董事会规模在固定效应中比较显著符号为正而在随机效应中不显著，高管平均薪酬在固定效应中不显著但在随机效应中显著且符号为负，高管持股比例在固定效应和随机效应中均达到了 1% 的显著性水平且符号为负，独立董事比例在固定效应和随机效应中也均显著且符号也均为负，说明这两个指标的提高能够抑制溢价，其余内因变量均不显著。外因控制变量中只有反映风险偏好差异的变量 stata 在固定效应和随机效应中均显著，其余变量均不显著，这可能是由于数据周期为年度导致的。另外，在随机效应中截距项 cons 也非常显著，说明可能存在遗漏变量的问题。

进一步的豪斯曼检验没有拒绝原假设，说明随机效应是最有效率的。异方差检验拒绝了原假设，说明存在显著的异方差问题，同时自相关检验也拒绝了原假设，说明同样存在自相关问题。

为了解决遗漏变量的问题，拟采用工具变量法进行进一步的检验，同时为了解决自相关和异方差问题拟采用 GMM 估计。因而本文采用非官方 stata 命令 xtivreg2 进行 GMM 检验，该命令只能处理固定效应模型，同时样本数据的时间跨度较小，因而本文采用对加入溢价程度一阶滞后变量模型 4-2 先进行离差变换，再使用 GMM 估计的方式。

离差变换后 GMM 估计的结果如下：

检验结果显示溢价程度一阶滞后变量非常显著，说明被解释变量存在严重的一阶自相关。限售股比和非流通股比的检验结果均不显著，这可能是由于样本数据的周期为年度导致的。其他内因变量中董事会规模不再显著，管理层持股比例和独立董事比例仍然显著，符号仍均为负，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

余内因变量仍然不显著。内因评价体系中存在显著影响 AH 股交叉上市溢价的因素说明假设 4-1 成立。外因控制变量中，反映风险偏好差异的 stata 仍然显著但显著性有所降低，而原本不显著的流通股比和换手率之比则比较显著，股本总额仍不显著。

为了进一步验证联合检验的结果，对溢价程度一阶滞后变量和内因变量继续进行单独检验。检验结果如表 4-6 所示：

表 4-6 离差变换后的 GMM 单独检验结果

变量名	单独检验	centered R^2	uncentered R^2
l. pah	0. 7940165 *** (9. 73)	0. 4273	0. 4273
nontrade	−0. 2951994 (−1. 36)	0. 0084	0. 0084
control	0. 1186992 (0. 51)	0. 0011	0. 0011
sdirector	0. 064552 (1. 55)	0. 0139	0. 0139
ssuper	0. 0579067 (0. 89)	0. 0051	0. 0051
dsalary	2. 11e−08 (0. 36)	0. 0001	0. 0001
inice	1. 51e−08 (0. 27)	0. 0000	0. 0000
mshare	−33. 83108 ** (−2. 36)	0. 0169	0. 0169
topten	−0. 019787 (−0. 95)	0. 0066	0. 0066
indirector	−2. 189557 ** (−2. 13)	0. 0279	0. 0279

注：括号内为 Z 检验值，*** 表示在 1%显著，** 表示在 10%显著，* 表示在 5%显著。

单独检验结果显示，溢价程度一阶滞后变量仍非常显著，且 R^2 明显高于其他解释变量，说明一阶自相关程度非常高。管理层持股比例显著符号仍为负，但显著性有所下降，而独立董事比例显著性有所增加，达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了 5%的显著性水平，符号也仍为负。

实证结果显示，除限售股比和非流通股比外，内因变量中，管理层持股比例和独立董事比例对溢价具有显著的负向影响，原因可能是港股投资者对公司治理中的这两个因素更加重视，对于管理层持股比例和独立董事比例高的企业具有更高的价格预期。

（二）内因的主成分分析

为进一步检验公司治理综合情况对 AH 股溢价的影响，本文继续采用主成分分析法，针对每个年份的截面数据从内因评价体系中提取综合治理变量，并逐个检验其对该年份溢价程度的影响。

由于 2005 年以前 AH 股交叉上市公司较少，存在大量数据缺省，因而本文提取了 2005—2009 年的公司治理综合变量，回归结果如表 4-7 所示：

表 4-7　公司治理综合变量的逐年回归结果

年　份	公司治理综合变量	截距项	R^2
2009	−0.5076712 *** (−3.67)	1.030461 *** (7.92)	0.1191
2008	−0.7960659 *** (−4.14)	1.070674 *** (7.38)	0.1976
2007	−0.6080742 *** (−2.88)	0.5981694 *** (6.23)	0.1495
2006	−0.2537877 (−1.04)	0.1433248 (1.16)	0.0342
2005	−0.2853547 (−1.59)	−0.0398371 (−0.45)	0.0719

注：括号内为 T 检验值，*** 表示在 1%显著，** 表示在 10%显著，* 表示在 5%显著。

回归结果显示，在 2005 和 2006 年度公司治理综合变量对 AH 股交叉上市溢价并不存在显著影响，但在 2007、2008 和 2009 年度，公司治理综合变量对 AH 交叉上市溢价存在显著影响且符号为负，说明假设 4-2 在 2007—2009 年度成立。这可能是由于股权分置改革后随着内地上市公司公司治理情况的改善，港股投资者对公司治理因素改善的价格预期高于内地投资者，因而在一定程度上降低了溢价程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、结论与启示

本文在前人研究的基础上提出了考虑估值理念差异的内因实证模型，总结并扩展了AH股交叉上市溢价的内因评价体系，并通过对内因评价体系的联合检验和单独检验发现内部治理因素中管理层持股比例和独立董事比例对AH股交叉上市溢价程度存在显著的负向影响，原因可能是港股投资者对管理层持股比例和独立董事比例更加重视，对于管理层持股比例和独立董事比例高的企业具有更高的价格预期。此外本文还通过主成分分析法构建了公司治理综合变量，以反映综合治理情况。针对2005—2009年度的截面数据检验结果发现，在2005和2006年公司治理综合变量对溢价程度没有显著影响，但在2007—2009年，公司治理综合变量对溢价程度具有显著影响且符号为负。说明股权分置改革带来的公司治理改善可能使香港投资者更加看好内地交叉上市公司，带来更高的价格预期，从而在一定程度上降低了溢价水平。而股权分置改革带来的其他影响，需要从动态的视角加以解析。

第二节 AH股交叉上市溢价影响因素的实证分析：基于动态视角

一、股权分置改革及其意义

(一)实施背景

动态视角的研究需要从股权分置改革的实施谈起。我国资本市场设立初期出于对当时制度环境的考虑，我国上市公司的股份被分成了国有股、法人股、职工内部股和公众股，并规定国有股和法人股不能上市流通，只能在场外协议转让，这形成了股权分置的制度安排。随着我国改革开放、市场经济体制的建立和资本市场的发展，股权分置逐步演变成为制约我国资本市场发展的根本性制度问题。

为改变股权分置的问题，有关部门先后进行了国有股配售、国有股减

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持和试行 C 板的尝试，但都以失败告终。其失败经验逐渐让社会各界意识到股改的重要性和紧迫性，同时也认识到股改过程中公众股东权益保护问题的重要性，股权分置改革便是在这样的背景下酝酿实施。

（二）股改实施过程

股改过程可分为四个阶段：

1. 试点阶段。2004 年 1 月 31 日国务院颁布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，明确指出要“积极稳妥解决股权分置问题”。此后 2005 年 4 月 9 日中国证监会先后发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》正式启动了上市公司股改试点工作，到 2005 年 8 月 22 日，共有 46 家上市公司进行了股改试点。

2. 全面启动阶段。2005 年 8 月 23 日，经国务院批准，中国证监会、国资委等五部委联合发布了《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，对股改的意义、指导思想、总体要求等提出了方向性意见，标志着股改全面启动。其后国务院成立了股权分置改革领导小组，中央有关部委、各地方政府、深沪证券交易所相继成立了股权分置改革领导小组。在各方协同下股改全面推行，截至 2005 年 11 月 21 日，沪深证券交易所先后有 10 批共 203 家公司进行了股改。

3. 攻坚阶段。随着股改的全面实施，股改过程中的各种问题也逐渐显现，如市值较大的国有上市公司股改相对缓慢，影响了股改的工作进程。为妥善解决这些问题，加快股改进程，2005 年 11 月 10 日中国证监会、国资委等五部委在北京召开“股权分置改革工作座谈会”，会议将 39 家央企控股上市公司和 11 个重点地区的 135 家地方国有控股上市公司列为股改重点对象。截至 2006 年 4 月 23 日，深沪证券交易所在全面启动股改后有 30 批共计 878 家公司完成股改或进入股改程序，占应股改公司的 65.33%。

4. 基本完成阶段。2005 年 5 月以后未完成股改的公司主要为大型国有企业和业绩较差存在严重问题的上市公司。随着 90% 的公司完成股改，股改的后续工作开始顺利实施，2006 年 6 月 19 日“G 三一”限售股份解除流通限制，进入二级市场流通，成为第一只“小非”解禁个股，正式开启了我国资本市场股份全流通。截至 2006 年 11 月 9 日，沪深股市已经实施股改的上市公司有 1096 家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）股改的意义

股权分置改革解决了我国资本市场存在的同股不同权的问题，对我国资本市场的健康发展具有重要意义，主要体现在完善资本市场的定价机制和完善上市公司的公司治理：

1. 完善资本市场的定价机制。在股权分置的情况下，国有股和法人股按照不同于公众股的方式定价，导致了定价机制扭曲和许多上市公司的诚信缺失，使得资本市场无法建立理性的投资模式。股权分置改革的实施将消除制约证券市场发展的股权分置问题，使证券市场建立起股权平等的制度基础，形成理性的定价机制，凸显股票市场的真实价值。

2. 促进公司治理完善。在股权分置的情况下，我国上市公司存在着非流通股比例过高且国有股一股独大、内部人控制严重、流通股股东没有发言权、中小股东利益得不到有效保护等公司治理方面的问题。股权分置改革将实现非流通股的全流通，解决了非流通股股东和流通股股东的利益冲突问题，同时也有助于国有股的适度减持，有利于优化上市公司的股权结构，健全公司治理。

二、理论假设及实证模型

（一）假设提出

如前所述在股权分置改革完成前，国内市场的上市公司存在着非流通股和限售股，国内学者普遍认为A＋H股交叉上市公司中存在的非流通股使得非流通股股东利益与流通股股东利益不一致：H股股东倾向于认为，非流通股比例越高，其违规损害流通股股东利益的可能性越大，继而对该股价格有所折扣，而A股投资者对非流通股的流通存在补偿预期，使得A股价格反而较高。在实证研究中，汪晟昊（2006）对AH股价差的实证结果显示非流通股比例与A股溢价存在显著正相关关系。吴战篪（2007）的实证结果显示A股流通股比例与A股股价负相关，而H股流通股比例与H股股价正相关，他认为较大的流通股比例对H股投资者来说意味着股票的信息透明度高，不易为大股东操纵，从而公司的治理结构更好，是投资的有利因素。另外张懿（2008）的实证研究发现，限售

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流通股比例越高 A 股溢价率越高，他认为限售流通股比例较大的企业一般具有大比例的国家股和法人股，使得 H 股投资者认为其股权集中度高，治理结构低效，从而要求更高的风险补偿。

从以上的分析可以得出非流通股比是影响 AH 股交叉上市溢价的重要因素，而且在股改方案实施前其对溢价存在正向影响，由此提出假设 4-3 和假设 4-4。

假设 4-3：在控制了流动性差异、交易信息不对称、需求弹性差异和风险偏好差异四个因素后，非流通股比对 AH 股交叉上市溢价存在显著影响。

假设 4-4：在股权分析改革实施前，非流通股比对 AH 股交叉上市溢价存在显著的正向影响。

股权分置改革的实施，如第三章所述，将会从对价支付、流通股供给的扩大和公司治理的改善三个方面影响交叉上市溢价。因而，理论上股权分置改革不仅会改变非流通股比对溢价的影响方式，同时也会改变非流通股对溢价的影响方向，由此可以提出假设 4-5。而非流通股转化的限售股将会在长期内由于解禁而造成扩容压力，形成负向价格效应，因此提出假设 4-6。

假设 4-5：股权分置改革方案实施以后，非流通股比对 AH 股交叉上市溢价存在负向影响。

假设 4-6：股权分置改革方案实施以后，限售股比将会在在长期内对 AH 股交叉上市溢价造成正向影响。

（二）实证模型

为了衡量非流通股比变动对溢价的影响，本文控制了除非流通股比和限售股比外的其他四个因素，并参照胡宏章和王晓坤（2008）的研究，建立了如下的面板数据（Panal Data）模型：

$$P_{it}=\alpha+\beta_1 P_{it-1}+\beta_2 nontrade_{it}+\beta_3 liquidity_{it}+\beta_4 urpi_{it}+\beta_5 demand_{it}+\beta_6 inf_{it}+\varepsilon_{it} \quad (4\text{-}5)$$

$$P_{it}=\alpha+\beta_1 P_{it-1}+\beta_2 control_{it}+\beta_3 liquidity_{it}+\beta_4 urpi_{it}+\beta_5 demand_{it}+\beta_6 inf_{it}+\varepsilon_{it} \quad (4\text{-}6)$$

模型（4-5）用以检验非流通股比对溢价的影响，模型（4-6）用以检验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限售股比对溢价的影响。其中 P_{it} 表示公司 i 在 t 时的溢价程度，P_{it-1} 为其一阶滞后变量，用以控制溢价程度的自相关特征；$nontrade_{it}$ 表示公司 i 在 t 时的非流通股比；$control_{it}$ 表示公司 i 在 t 时的限售股比；$liquidity_{it}$ 表示公司 i 在 t 时 A 股与 H 股的流动性差异；$urpi_{it}$ 表示公司 i 在 t 时 A 股与 H 股投资者的风险偏好差异；$demand_{it}$ 表示公司 i 在 t 时 A 股与 H 股投资者的需求弹性差异；inf_{it} 表示公司 i 在 t 时的信息不对称程度。

本文将 AH 股溢价程度定义为同一时点 AH 价差对 H 股股价的比值，溢价程度采用如下的计算方式：

$$P_{it}=(P_{Ait}-P_{Hit})/P_{Hit} \tag{4-7}$$

其中 P_{Ait} 表示公司 i 在 t 时的 A 股股价，P_{Hit} 表示公司 i 在 t 时的 H 股港股股价乘以 t 时人民币对港币的汇率。

在控制变量的指标选取上本文参照胡宏章和王晓坤(2008)以及焦巍巍(2009)的研究采用相对换手率来衡量流动性差异；风险偏好差异方面参照张懿(2008)以及唐传龙(2009)的研究，采用 A 股与 H 股股价收益率标准差之比来衡量；而需求弹性差异则参照王维安和白娜(2004)和石璐飞(2008)的研究采用 A 股与 H 股的流通股本之比；巴曙松等(2008)认为公司规模的大小会影响投资者收集信息的难易程度，从而影响信息不对称程度，因而本文采用股本总额来衡量交易信息不对称程度。

三、样本选择及实证结果

(一)样本选择及描述性统计

本文研究的数据全部来自 wind 资讯，股价采用复权后的数据，同时为了剔除汇率的影响，H 股股价是由其港币价格乘以人民币兑港币的汇率得来。由于绝大多数公司的股改方案在 2006—2007 年实行，所以样本数据的时间段选为 2004 年 1 月—2009 年 12 月，以保证样本数据涵盖股改前后的若干年份，同时为了保证回归结果的显著性，本文以月度数据为周期。截至 2009 年 12 月国内共有 49 家 AH 股交叉上市公司，其中涉及股权分置改革的共有 31 家，因而选择了这 31 家作为样本。样本数据的描述性统计情况见表 4-8。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-8 面板数据的描述性统计结果

变量		均值	标准差	最小值	最大值	观测数
AH 股溢价程度	总体	0.8046128	1.203938	−0.747521	8.558836	1930
	组间		1.02188	−0.5395418	3.474255	31
	组内		0.7625457	−1.281063	6.415892	62.2581
非流通股比	总体	0.2437248	0.2824507	0	0.9477679	2219
	组间		0.1049705	0.125977	0.6	31
	组内		0.2627848	−0.1142222	0.9243973	71.5806
AH 股收益率标准差之比	总体	1.097055	0.6982595	0	8.655001	1954
	组间		0.1719776	0.7245319	1.45936	31
	组内		0.6786911	−0.3294681	8.517813	63.0323
相对供给	总体	−0.3197705	49.78956	−2241.37	37.25477	2029
	组间		10.54472	−53.27842	21.69738	31
	组内		49.212	−2188.411	59.4438	65.4516
股本总额	总体	6.35e+09	1.53e+10	2.45e+08	8.67e+10	2195
	组间		1.53e+10	3.13e+08	8.67e+10	31
	组内		1.46e+09	−1.69e+09	2.05e+10	70.8065
AH 股换手率之比	总体	4.493004	14.67963	−545.8723	123.7069	1924
	组间		3.54399	−3.087387	15.54358	31
	组内		14.24186	−538.2919	119.4794	62.0645

图 4-2 显示了研究期内 AH 股溢价程度的变化趋势和非流通股比的变化趋势。总体上看，AH 股溢价呈先下降后上升的趋势，而非流通股比呈不断下降的趋势。另外在 2006—2007 年之间两者出现明显的反向变化趋势，说明在股改方案集中实行的年份里非流通股的减少有可能是溢价上升的主要原因。

(二)检验结果与分析

1. 面板模型的广义矩估计

本文首先检验了不考虑一阶滞后变量的静态面板数据模型(4-8)：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

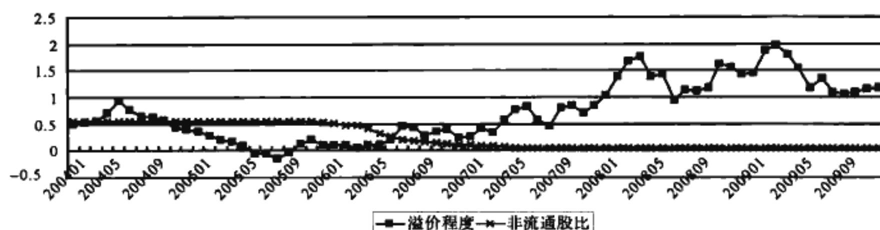


图 4-2 非流通股比和溢价程度的变化趋势

$$P_{it}=\alpha+\beta_1 nontrade_{it}+\beta_2 liquidity_{it}+\beta_3 urpi_{it}+\beta_4 demand_{it}+\beta_5 inf_{it}+\varepsilon_{it} \quad (4\text{-}8)$$

固定效应和随机效应的联合回归结果如表 4-9：

表 4-9 模型(4-8)静态面板数据回归结果

变　量	固定效应	随机效应
Nontrade	－1.322894 *** (－22.14)	－1.343415 *** (－23.09)
Liquidity	－0.0007643 (－0.75)	－0.0009039 (－0.89)
Urpi	－0.1441248 *** (－6.59)	－0.1428616 *** (－6.52)
Demand	－0.0000596 (－0.21)	－0.0000399 (－0.14)
Inf	4.27e－11 * (1.83)	－1.92e－12 (－0.21)
Cons	0.9708349 *** (6.11)	1.28029 *** (7.56)

注：固定效应括号内为 t 统计值，随机效应括号内为 Z 统计值，*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%显著。

从表 4-9 中静态面板数据回归结果显示固定效应和随机效应的非流通股比符号均为负且在 1%显著，而控制变量只有反映风险偏好差异的收益率标准差之比的固定效应和随机效应均显著，另外截距项的固定效应和随机效应也均在 1%显著说明模型(4-8)之外的因素对溢价也有重要影响。进一步的 Hausman 检验结果为负，说明随机效应不合适，针对固定效应的异方差检验结果显著，说明固定效应存在显著的异方差，而序列

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关性检验则显示存在显著的自相关特征。为优化处理，本文继续采用广义矩估计(GMM)来检验加入一阶滞后变量的模型(4-5)以解异方差和自相关问题，表 4-10 列示了回归结果。

表 4-10　模型(4-5)的广义矩估计(GMM)回归结果

变　量	回归结果	
Nontrade	−1.466396 *** (−24.32)	−0.1399789 *** (−5.03)
P_{t-1}		0.9086765 *** (95.72)
Liquidity		0.0013507 *** (3.31)
Urpi		−0.0406348 *** (−4.53)
Demand		−0.0000107 (−0.10)
Inf		1.93e−12 (0.19)
Centered R^2	0.2375	0.8857
Uncentered R^2	0.2375	0.8857

注：括号内为 Z 统计值，*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%显著。

从回归结果来看，溢价程度的一阶滞后变量非常显著，说明溢价程度存在着强烈的一阶自相关。非流通股比的单变量回归和变量联合回归结果均显著，单变量回归的拟合优度也比较高，说明样本期内非流通股比是影响溢价程度的重要因素，即假设 4-3 成立。而样本期内的回归结果显示非流通股比的系数符号为负，说明非流通股比在样本期内对溢价的总体影响是负向的。为了验证假设 4-4 和假设 4-5，又进一步缩小样本期，以大部分公司股改方案实施前的 2004 年 1 月—2006 年 4 月为回归期来检验模型(4-5)，表 4-11 列示了回归结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-11 模型(4-5)缩小样本本期后的广义矩估计(GMM)回归结果

变 量	回归结果	
Nontrade	0.2135099 (1.50)	0.0295054 (0.30)
P_{t-1}		0.8733344 *** (42.65)
Liquidity		0.0014161 (1.41)
Urpi		−0.0209787 ** (−2.48)
Demand		0.0286518 (0.15)
Inf		−3.99e−12 (−0.28)
Centered R^2	0.0034	0.7734
Uncentered R^2	0.0034	0.7734

注：括号内为 Z 统计值，*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%显著。

回归结果显示单变量回归中非流通股比在 15%显著，拟合优度很差，而联合检验的显著性更差，这可能是由于样本期缩小导致的，但是从总体回归结果变化来看股改前非流通股比的显著性相对于其他变量比较差，说明在股权分置改革前非流通股比不是显著影响溢价程度的因素，即假设 4-4 不成立。同时缩小样本期后的回归结果显示非流通股比对溢价程度的影响方向为正，说明股权分置改革方案实施以后非流通股比的影响方向发生了变化，即假设 4-5 成立。另外控制变量中需求弹性差异和交易信息不对称的系数符号也发生了变化，这可能是由于股改方案的实施影响了流通股比导致了相对供给的变化。

对于限售股比同样首先检验了不考虑一阶滞后变量的静态面板数据模型(4-9)：

$$P_{it}=\alpha+\beta_1 control_{it}+\beta_2 liquidity_{it}+\beta_3 urpi_{it}+\beta_4 demand_{it}+\beta_5 inf_{it}+\varepsilon_{it} \qquad (4\text{-}9)$$

固定效应和随机效应的联合回归结果如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-12 模型(4-9)静态面板数据回归结果

变 量	固定效应	随机效应
Control	0.1494095 *** (6.24)	0.1527771 *** (6.33)
Liquidity	−0.0008957 (−0.79)	−0.0014716 (−1.29)
Urpi	−0.2290538 *** (−9.59)	−0.2274079 *** (−9.39)
Demand	0.0278179 *** (6.20)	0.0285058 *** (6.31)
Inf	1.64e−10 *** (6.54)	9.93e−12 (1.08)
Cons	−0.1119768 (−0.67)	0.9283493 *** (5.60)

注：固定效应括号内为 t 统计值，随机效应括号内为 Z 统计值，*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%显著。

静态面板数据回归结果显示，限售股比的固定效应和随机效应均在 1%显著，控制变量中反映风险偏好差异和需求弹性差异的变量固定效应和随机效应也均在 1%显著。但 Hausman 检验并没有通过，并且针对固定效应的异方差检验结果显著，序列相关性检验的结果也显著，说明存在异方差和序列相关性问题。

为此，又进一步对模型(4-6)采用了 GMM 估计，结果显示，在样本期内限售股比对溢价程度存在不显著的正向影响。考虑到限售股主要在 2006 年以后出现，同时在 2009 年以前并未出现大量解禁，本文又进一步缩小样本期，以 2006 年 1 月—2008 年 12 月的数据检验了模型(4-6)，表 4-13 列示了 GMM 估计结果。

表 4-13 模型(4-6)缩小样本期后的广义矩估计结果

变 量	回归结果	
Control	0.0410305 (1.46)	−0.0252172 ** (−1.95)
P_{t-1}		0.8827726 *** (60.42)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

变 量	回归结果	
Liquidity		0.0088325 *** (6.39)
Urpi		−0.0926518 *** (−7.10)
Demand		0.1151097 *** (2.48)
Inf		6.71e−11 *** (2.22)
Centered R^2	0.0024	0.8314
Uncentered R^2	0.0024	0.8314

注：括号内为 Z 统计值，*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%显著。

单变量回归结果显示，限售股比对溢价的影响为正且在 15%显著；而联合检验的结果为负并在 5%显著。这可能是由于样本期内的限售股比对溢价程度存在着不同方向的影响。为了分析限售股比的长期影响，考虑采用面板 Var 模型进行进一步检验。

2. 面板 Var 检验

为了检验非流通股转化为限售股后的长期影响，本文参考黄旭平(2007)的研究，建立了面板 Var 模型(4-10)。

$$Y_{i,t}=\beta_0+\beta_1\sum_{i=1}^{k}Y_{i,t-j}+Y_i+\varphi_t+\varepsilon_i \qquad (4\text{-}10)$$

其中 $Y_{i,t}$ 代表向量 $\{Pah_{it}, control_{it}\}$，$Pah_{it}$ 是公司 i 在 t 时的溢价程度，$control_{it}$ 是公司 i 在 t 时的限售股比；模型中代表固定效应，代表时间效应，为随机扰动项。

首先对模型(4-10)进行 GMM 估计，结果列示在表 4-14 中。

表 4-14 模型(4-10)的 GMM 估计结果

依赖变量	h_pah			h_control		
统计量	b_GMM	se_GMM	t_GMM	b_GMM	se_GMM	t_GMM
L. h_pah	1.7710228	0.42754287	4.142328	−0.87801327	0.42818659	−2.0505389
L. h_control	0.00037823	0.00049519	0.76381325	−0.00169804	0.00134454	−1.2629108
L. h_pah	−0.30352452	0.1416483	−2.1428039	0.15623485	0.16398788	0.95272191

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

依赖变量	h_pah			h_control		
统计量	b_GMM	se_GMM	t_GMM	b_GMM	se_GMM	t_GMM
L2. h_control	0. 00051498	0. 00046585	1. 1054557	−0. 00163575	0. 00131449	−1. 2443969
L2. h_pah	0. 3604798	0. 15657223	2. 3023228	−0. 29991706	0. 16550662	−1. 8121151
L3. h_control	0. 00075053	0. 00045802	1. 6386459	−0. 00313848	0. 00355026	−0. 88401488

注：b_GMM 表示 GMM 估计系数，se_GMM 表示 GMM 估计系数的标准差，t_GMM 表示 GMM 估计系数的 T 检验值。

回归结果显示样本期内限售股比的三个滞后期对溢价程度的影响均为正，且逐期有所加强，但是影响程度较小，说明限售股变动对溢价产生了正向的影响。对于面板模型的进一步方差分解显示，第 10 期及其以后限售股对溢价程度的影响非常微弱，说明长期的影响并不显著。而脉冲响应图 4-3 显示，限售股比的变动对溢价程度的影响由开始的−0. 0018 逐渐转为正并且逐期增强。这可能是由于短期内大量限售股由非流通股转化而来，而投资者受解禁预期的影响对 A 股产生负向的价格效应，导致限售股比对溢价程度的负向影响。但长期内限售股解禁造成了 A 股供给增加，又进一步降低了溢价程度，使得限售股比的下降带来了溢价的同向变动，即假设 4-6 成立。

表 4-15 面板 Var 方差分解的结果

变 量	时 期	pah	Control
Pah	10	0. 99999606	3. 942e−06
control	10	0. 99785541	0. 00214459
Pah	20	0. 99999606	3. 942e−06
control	20	0. 99999601	3. 986e−06
Pah	30	. 99999606	3. 942e−06
control	30	. 99999606	3. 942e−06
Pah	40	. 99999606	3. 942e−06
control	40	. 99999606	3. 942e−06

四、结论与启示

本文通过分析非流通股和限售股的变动来考察流通股比变化对交叉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

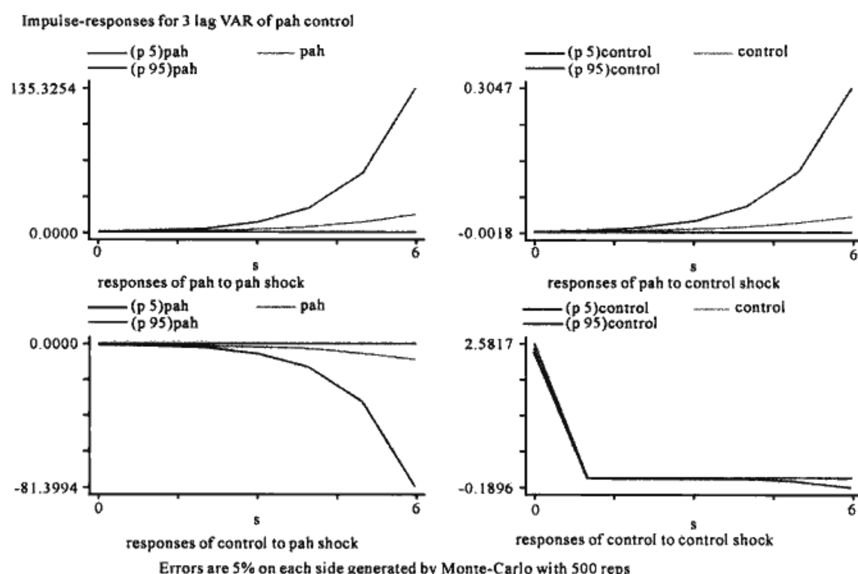


图 4-3　面板 Var 的脉冲响应图

上市溢价程度的影响。面板数据的广义矩估计显示在股改方案实施前非流通股比对溢价程度存在不显著的正向影响，而在股改方案实施后对溢价存在显著的负向影响，说明股权分置改革通过影响非流通股比而推高了 AH 股交叉上市溢价程度。针对限售股比的面板 Var 模型检验显示，限售股比对溢价程度的影响由负转正，反映了投资者对于限售股解禁的预期对溢价程度产生了负向影响，但影响程度比较微弱，而限售股解禁带来的长期冲击对溢价具有平抑作用。

从近 6 年样本公司溢价程度的变化（图 4-4）来看，溢价程度的变化方向吻合了实证检验的结果，即在股改实施到限售股大量解禁前溢价程度整体呈上扬趋势，而从大约 2009 年开始限售股大量解禁后溢价整体呈平抑趋势。由此可以预测未来大部分公司实现全流通后溢价将会走向更低的水平。

从整体来看股权分置改革对 AH 股交叉上市溢价的影响目前主要体现在股改方案实施至限售股解禁前后的一段时期内，未来大部分公司实现全流通后的溢价程度是否会低于股改前的水平仍有待进一步数据的检验，因而仍无法在实证上支持股改会平抑溢价的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

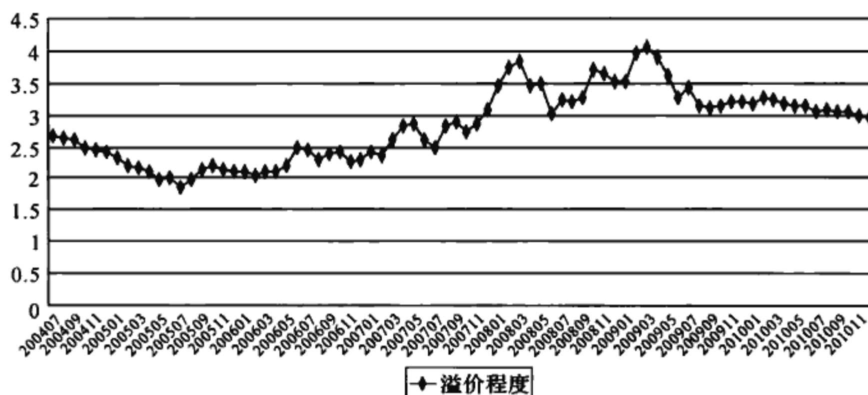


图 4-4　近六年 AH 股交叉上市溢价程度的变化趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　AH 股交叉上市溢价外部形成因素的实证解析

第一节　引言

一、中国股票市场分割的历史背景和现状

中国股票市场始于 20 世纪 90 年代初，1990 年和 1991 年上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立标志着中国的股票市场由此开始。当初，我国建立证券市场的最初目的是为了给国有企业筹集资金，不能因为外部股东的进入而改变国有企业的性质，在发展股票市场的同时，必须做到避免私有化以及避免国有资产的流失，同时确保国有经济的主导地位。为此，在发行股票时采用了对原有国有企业增资扩股的方式，仅向社会公众发行少部分的流通股，而企业原有的公有资产折成国家股或法人股，占控股地位并且不能在市场流通。因此当时的上市公司股权结构中就有国家股、法人股和上市流通股三种形式。

从 1990 年开始，中国政府研究利用国内股票市场吸引外资的问题，而受当时外汇管制的政策所限，必须在制度设计上割裂股票市场上人民币与外汇的流通渠道。在借鉴国外经验的基础上，决定建立面向境外投资者的 B 股市场，作为面向境内投资者的 A 股市场的补充。在 B 股市场上，融资企业发行人民币特种股票（B 股），以外币计价，只允许境外投资者用外汇买卖（上海证券交易所只允许境外投资者以美元购买股票，深圳证券交易所只允许境外投资者以港元购买股票）。随后，在开放国有企业赴香港市场融资时，也采取了与 B 股企业类似的境内境外分开的股权处理方式，企业部分在海外市场募集的股份依照当地规则在当地市场流通，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这部分股票成为 H 股，而企业的其他股份不能流通。从而，按照投资主体的不同，中国上市公司的股权关系就被人为划分为几个特征不同的部分，出现了一家公司多种股权形式并存的现象，这些公司也被称为双重上市公司(Dual Listing Company)。

随着中国境内形成了 A、B 和 H 股三足鼎立的局面，市场分割也由此形成。所谓市场分割，是指由于投资限制、所有权限制以及市场间的流通障碍等导致的同质产品在不同市场上的各种差异，是世界上许多国家的资本市场都会面临的问题，尤其是股票市场这一问题更加具有普遍性。资本市场的分割既表现为交易地点之间的分割，也表现为证券类型之间的分割，但根本上这些分割都能表现为资产价格和收益率上的差异，这是市场分割受到广泛关注的最重要原因。

和 A 股市场比起来，B 股市场无论在上市公司数量、总股本、成交额和成交量上，都相对于 A 股市场要小得多，大部分发行 B 股的公司也发行了 A 股。中国 B 股市场产生于特殊的环境之下，设立 B 股市场的目的是为了在人民币不能自由兑换、外汇管制较为严格的特殊背景下，通过证券市场有限制的直接开放来利用外资，同时可以保证外汇市场和 A 股市场不受国际投机资本的冲击，从而以 A 股市场和 B 股市场并存的二元证券市场结构来提升证券市场对我国经济增长的贡献率。然而，从 1992 年至今，B 股的发行量和筹资额几乎呈现出递减的趋势，这实际上反映了 B 股市场的作用相对有限。不过，换个角度而言，B 股市场对上市公司较高的会计披露和公司治理要求有利于我国现代企业制度的发展和资本市场的完善。随着我国资本市场的完善和现代企业制度的逐步建立，B 股市场与 A 股市场必将逐步融合并一体化。因此，本章将研究的对象选择为 AH 股双重上市公司。

近些年来，越来越多的内地公司选择在香港上市，香港联交所特别针对内地企业编制了恒生中国企业指数(HSCEI)、恒生中国内地综合指数(HSMCI)和恒生香港中资企业指数(HSCCI)。该指数以所有在联交所上市的内地 H 股公司股票为成份股计算得出加权平均股价指数。设立恒生内地企业指数的目的，是要为投资者提供一个反映在香港上市的内地企业的股价表现的指标。另一方面，也有不少已经在香港上市的内地企业选择了回归 A 股市场。对于那些同时在 A 股市场和 H 股市场上市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的公司，由于A股市场和H股市场对投资者和上市公司都有不同的要求，这些要求包括会计披露标准、外国投资者购买股票的份额，资金限额等。国外许多学者的研究表明，在市场分割的条件下，一个国家股票市场的外资股的价格一般会高于内资股，然而，与国外许多股票市场不同的是，我国的H股的价格普遍低于A股。中国A股相对于H股溢价的原因一方面是由于投资限制（Investment Barriers）或所有权限制（Ownership Restriction）以及股票市场间的物理差异，即股票市场之间的“硬分割”造成的；另一方面是由市场间的信息不对称、流动性差异、投资者风险偏好和投机倾向等因素，即股票市场间的“软分割”造成的。

二、股权分置问题

股权分置是指上市公司股权存在二级市场上的流通股和不能在二级市场上流通的非流通股两者之间的割裂，它导致上市公司大股东和中小股东之间的利益基础不一致，致使关联交易等大股东侵占中小股东利益的行为成为一直困扰着中国资本市场发展的难题（李增泉等，2004）。它是在我国公有制主导的计划经济体制下，资本市场建立初期的一种制度安排。这种同一上市公司股份分为流通股和非流通股的制度性差异，为中国内地证券市场所独有。不过，随着我国股市的发展，股权分置制度变得越来越不合时宜。

（一）股权分置在某种程度上扭曲了我国资本市场的定价机制

股票的流动性、稀有性对股票定价具有重要的影响。由于股权分置，我国股市上国有股、法人股比重较大，而这些股票不能在股市上公开流通，因此其流动性、稀有性和流通股比起来都较低，因此其价格都偏低，大部分都是以略高于每股净资产价格转让，这表明我国国有股、法人股的价值被严重低估。而流通股的定价则与之相反，由于流通股的流动性和稀有性都好于非流通股，同时其定价还包括对占总股本三分之二比重的国有股、法人股暂时不上市流通的预期，这些因素都会导致流通股价格显著被高估。

（二）股权分置降低了对国有股和法人股股东的激励和约束

由于国有股和法人股股东持有的股票无法上市流通，他们的股价收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益也就无法实现，因此他们缺乏增持股份的积极性，同时可能并不关心公司股票在二级市场的价格表现，而把高溢价发行更多流通股作为增加股份资产净值的首要关注点。另外，由于公司流通股价格变化没有体现国有股和法人股股东的利益，对于持有这类股票的公司管理层而言，他们不会受到流通股价格上涨的激励，因此他们对公司股票价格的稳定会缺乏必要的重视，甚至会有部分持流通股的大股东在参与公司决策时为了实现自身最大化的利益非法占用公司资金，或要求上市公司为其违规担保，这无疑会损害流动股股东的利益。

（三）股权分置损害了流通股股东的利益

股权分置导致流通股价值高估就为公司高溢价发行流通股创造了前提条件。而由于流通股股东投资渠道受限，替代投资品种少，他们对国内股市中的股票需求弹性较低。因此，虽然流通股股东最关注的自然是二级市场的股价表现，并不希望上市公司高溢价发行股票，但他们也只有高溢价认购上市公司发行的公众股，并接受国有股、法人股和公众股按同意的股票面值平均计算单位股本资产价值。

（四）股权分置影响了我国资本市场的开放性

一方面，由于股权分置是中国特有的制度，不符合国际惯例，因此它使我国资本市场在国际资本市场体系中处于“边缘化”状态。另一方面，由于股权分置，高溢价的流通股市场自然对外资缺乏吸引力，而价值低估的非流通股自然也不能对外开放，否则会造成国有资产的大量流失，甚至危害国家经济安全。为了防止外资大举进入国内资本市场，我国股市上对外资设置了一系列市场壁垒，影响了我国资本市场的开放性，这也正是造成我国 A 股市场和 H 股市场“市场分割”的重要原因之一。最后，股权分置下我国规模较小的流通股市场不敢贸然开放，因为它难以抵御国际资本的冲击，管理层打算退出大型企业境内外同时上市的开放性举措（比如国际板上市）也因此受到耽搁。

（五）股权分置致使国内股市投机性较高

由于国有股、法人股占总股本的三分之二，因此流通股的规模就相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较小，因此需求弹性较低的 A 股投资者的风险规避系数也就较低。同时，由于股权分置使我国股票市场发展前途不明朗，投资者难以建立长期投资的理念，更多的是短期买卖获取价差。因此，股权分置在某种程度上就助长了我国股市的投机性。

三、AH 股溢价问题和股权分置改革

随着中国资本市场的逐步开放，越来越多的中国公司选择同时在不同的市场发行股票，以尽可能减少市场分割对自身融资的限制。自 1993 年 7 月青岛啤酒在香港主板市场上市以来，截至 2010 年 12 月，共有 60 余家企业在 A 股市场和 H 股市场双重上市。随着双重上市企业的增多，其总市值在 A 股市场和香港市场占的比例也随之逐年上升，因此，A 股、H 股之间的价差特征受到了各界越来越多的关注。在国外发达资本市场中，双重上市公司多为外资股相对于内资股溢价（Hietala，1989；Bailey and Jagtiani，1994；Stulz and Wasserfallen，1995），而我国股市却与此相反，同一家公司在 A 股市场发行的股票的价格一般都高于发行在其他市场上的股票的价格（Bailey and Jagtiani，1994；Sun and Tong，2000）。

国外从上个世纪 70 年代开始针对股票市场分割的研究，到目前为止，已有文献主要从信息不对称假说、需求差异假说、投资理念差异假说、流动性差异假说、风险偏好差异假说等方面对双重上市公司“同股不同价”现象进行了解释。然而，这些研究多是针对国外双重上市公司或在中国 A 股市场与 B 股市场同时发行股票的公司，对 A 股与 H 股的价格差异研究相对较少。

另外，我国股市以前还存在股权分置的问题。由于股权分置的存在，中国资本市场国际化进程和产品创新受到了制约，这也会延缓我国金融业发展的进程。因此，2005 年 4 月 29 日中国证监会宣布启动股权分置改革试点工作。解决股权分置是由国有股减持和股份全流通的概念演变而来的。作为资本市场一项基本制度的改革，解决股权分置问题的本质就是推动资本市场的机制转换，消除非流通股与流通股流通制度差异，强化市场对上市公司的约束机制。就 AH 股溢价问题而言，已有研究大多使用的是股权分置改革前的数据，而股权分置改革解决了股权分置这一历史遗留的制度性缺陷，获得解禁的限售股开始逐步上市交易。这为 A

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股带来了自然除权效应，同时在一定程度上有利于提高 H 股的估值水平。因此，随着股权分置改革的基本结束，中国证券市场将开始迎来大扩容的时代，A 股相对于 H 股的溢价问题可能会出现新的现象，需做进一步研究。

第二节　理论分析和假设检验

一、信息不对称

Grossman and Stiglitz(1980)最早提出信息不对称假说，他们认为对不同的投资者而言，市场分割会导致不同的信息成本并使其获得有差异的信息，这种信息差异会导致资产价格的不同。国外投资者比国内投资者对国内股票市场拥有更少的信息，这主要是由语言障碍、不同的会计标准以及当地信息的弱可获得性(Weak Local Information)造成的。获得信息越少，收益率也就越高，这是为了补偿外国投资者相对于国内投资者获得信息的不对称性。Chakravarty et al.(1998)研究 AB 股同股不同价现象时，使用中国公司在英文媒体上的曝光率来衡量信息不对称，他们发现，信息不对称程度与 B 股的折价率负相关。Bailey and Jagtiani(1994)、Dahlquist and Robertsson(2001)研究表明，公司规模越大，其治理结构、信息披露体系就会越好，这就会降低投资者对公司的信息不对称程度，海外投资者也就更愿意对其进行投资。Sun et al.(2000)将公司规模作为衡量信息不对称的指标，他们指出，对国外投资者而言，知名大公司的信息披露更为准确和具有时效性，而小规模公司的信息不对称问题相对更为严重。因此，可以使用公司规模作为信息可获得性(Information Available)的有效指标，即公司的流通总市值越大，信息渠道就越多，投资者获得的信息也就越充分。就 A 股、H 股而言，双重上市的公司规模越大，境外投资者对公司的了解程度就会越高，也就是说境内外投资者的信息差异越小，该公司的 A 股投资者和 H 股投资者的信息不对称程度越低。

本章使用公司流通市值总和表示公司规模，计算公式为 $Size = P_A \times A$ 股流通股股数 $+ P_H \times H$ 股流通股股数。为了减少量纲差异带来的影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响，对流通总市值取自然对数，即样本公司 i 第 t 月的公司规模为 $Size_{i,t} = \ln(MV_{i,t}^{A} + MV_{i,t}^{H})$。其中，样本公司 i 第 t 月的 A 股市值 $MV_{i,t}^{A}$ 为公司当月月末的 A 股股数与当月平均交易价格 $P_{i,t}^{A}$ 的乘积；样本公司 i 第 t 月的 H 股市值 $MV_{i,t}^{H}$ 为公司当月月末的 H 股股数与汇率调整后的当月平均交易价格 $P_{i,t}^{H}$ 的乘积。$Size_{i,t}$ 越大，对 H 股投资者而言，公司的信息不对称程度越低，H 股的价格就越高，因此预期 A 股溢价与 $Size_{i,t}$ 成反向变化。

二、需求弹性差异

与国内投资者比起来，国外投资者拥有更多的投资选择，一旦遇到系统性风险，他们可以较为容易地抽身出来，因此他们对国内股票有较高的需求弹性。而国内投资者投资渠道有限，投资替代品匮乏，因此他们对股票的需求弹性较低。而根据微观经济学的价格歧视原理，上市公司可以根据国内外投资者不同的需求弹性制定差异化的销售策略，以低价向国外投资者销售股票，而以较高价格向国内投资者出售股票。Bailey 和 Jagtiani(1994)使用外国投资限额作为关系变量来刻画泰国和墨西哥股票市场的需求差异效应。Stulz 和 Wasserfalen(1995)在价格歧视理论的基础上建立一个理论模型来解释明显的价格差异。而 Domowitz et al.(1997)研究墨西哥股票市场发现，外国投资者掌握的股票数量占总股票数量比重与国内股票的溢价程度负相关，即外国投资者投资的股票越多，国内股票溢价程度就越低。

本章使用 A 股流通股数量和 H 股流通股数量之比作为度量需求弹性差异的指标。具体而言，以样本公司 i 在第 t 月末发行在外的 A 股数量和同期发行的 H 股数量之比作为该公司当月的 A 股、H 股需求差异指标，即 $Demand_{i,t}^{A/H} = \frac{Shares_{i,t}^{A}}{Shares_{i,t}^{H}}$。其中，$Shares_{i,t}^{A}$ 是样本公司 i 在第 t 月月末发行在外的 A 股数量，$Shares_{i,t}^{H}$ 是样本公司 i 在第 t 月月末发行在外的 H 股数量。$Shares_{i,t}^{A}$ 与 $Shares_{i,t}^{H}$ 的比值越大，则 A 股较 H 股的相对供给量就越充分，那么 A 股投资者的需求价格弹性也就越大，A 股的价格也就会相应地降低，最终会降低 A 股的溢价。因此，预期 A 股溢价和 $Demand_{i,t}^{A/H}$ 成反向变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、投资理念差异

一直以来，A 股市场就具有较高的投机性。和国外投资者比起来，国内投资者疏于收集上市公司信息也正是其投机倾向价高的体现。前期文献中，换手率通常是作为市场流动性的衡量指标，然而，这些研究在使用换手率衡量市场流动性时没有考虑价格的影响，只有当股票价格变化越小时，在同样的换手率水平下，才更能表明流动性越好。同时，梁丽珍和孔东民(2008)认为换手率指标并不能有效地测量中国证券市场的流动性。实际上，对于中国证券市场而言，由于市场波动较为剧烈，换手率更确切的是对市场交易活跃程度的度量而非流动性的度量。张峥和刘力(2006)也指出中国市场的换手率更多反应了投机性而不是流动性。

因此，为了真实地反映出两地投资者的投资理念差异，本章将换手率作为投机性的度量指标，即 $Specu_{i,t}^{A/H}=\frac{Turnover_{i,t}^{A}}{Turnover_{i,t}^{H}}=\frac{VO_{i,t}^{A}/Shares_{i,t}^{A}}{VO_{i,t}^{H}/Shares_{i,t}^{H}}$。其中，$Specu_{i,t}^{A/H}$表示投资于样本公司 i 的投资者第 t 月的投机性，$Turnover_{i,t}^{A}$和 $Turnover_{i,t}^{H}$分别为投资于公司 i 的 A 股投资者和 H 股投资者第 t 月的换手率，$VO_{i,t}^{A}$和 $VO_{i,t}^{H}$ 分别为公司 i 第 t 月的 A 股和 H 股交易量，$Shares_{i,t}^{A}$和 $Shares_{i,t}^{H}$为该公司当月月末发行在外的 A 股和 H 股流通股股数。当 $Specu_{i,t}^{A/H}$越大，A 股的换手率越高，A 股投资者的投机性越大，要求的回报越低，于是 A 股溢价越高。因此，预期 A 股溢价和 $Specu_{i,t}^{A/U}$成正向变化。

四、流动性差异

根据流动性假说，流动性较低的股票有较高的预期收益作为补偿，这就需要将资产的价格定在较低的水平才能吸引投资者。Chen et al. (2001)使用 B 股相对于 A 股的成交量和换手率来衡量流动性的差异，结果发现，B 股相对于 A 股的成交量和换手率越大，B 股的折价程度就越深，为此，他们认为这正是流动性差异导致 AB 股价差的体现。然而，如前文所述，换手率更多反映的是 A 股投资者的投机性。同时，梁丽珍和孔东民(2008)结合几个常见的流动性指标对中国股市流动性溢价情况研究时发现，流动性定价假说在基于 Amihud 测度中得到了非常好的验证，而换手率的线性项的回归系数并不显著，难以做出统计意义上的推断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此可以看出，在流动性测度中，Amihud 测度要优于换手率测度。

为了准确验证流动性差异与 A 股溢价的关系，本章借鉴 Amihud (2002)的方法，使用 Amihud 测度换做 A 股和 H 股流动性差异的指标。Amihud 测度是将当月全部交易日的收益率绝对值与交易金额之比加总，然后除以交易天数而得，它表示的是股票的非流动性。具体而言，在第 t 月，样本公司 i 股票的非流动性由该月内的日交易数据计算而得，即 $Amihud_{i,t}=\frac{1}{Days_{i,t}}\sum_{d=1}^{Days_{i,t}}\frac{|R_{i,t,d}|}{V_{i,t,d}}$。其中，$Aminud_{i,t}$ 为 $Amihud$ 测度，$R_{i,t,d}$ 为股票 i 在第 t 月的第 d 个交易日的收益率（以 10 万人民币为单位），$V_{i,t,d}$ 为股票 i 在第 t 月的第 d 个交易日的交易量（以 10 万人民币为单位），$Days_{i,t}$ 为股票 i 在第 t 月的有效交易天数。本章用 $Amihud_{i,t}^{A/H}=Amihud_{i,t}^{a}/Amihud_{i,t}^{H}$ 表示 A 股市场和 H 股市场的流动性差异，其中 $Amihud_{i,t}^{A}$ 表示样本公司 i 第 t 月 A 股的非流动性，$Amihud_{i,t}^{H}$ 表示样本公司 i 第 t 月 H 股的非流动性。$Amihud_{i,t}^{A/H}$ 越大，意味着 A 股非流动性相对于 H 股越高，即 H 股的流动性越高，H 股投资者支付的股价越高，则 A 股的溢价也就越低，因此，预期 A 股溢价和 $Amihud_{i,t}^{A/H}$ 成反向变化。

五、风险差异

风险差异假说指的是国内投资者和国外投资者因为具有不同的风险厌恶程度，从而会造成不同的股价。Ma(1996)认为价格差异受投资者对风险的态度差异以及国内无风险率和国外无风险率之间差异的影响。国内股票市场有较高的投机性，同时投资者的投资理念也不够成熟，因此，他们的风险规避系数较低。Sun et al.(2000)使用 A 股相对于 B 股收益率的方差来衡量两地投资者风险偏好的差异，结果发现 B 股折价率和风险水平正相关。Chen et al.(2001)也是用该方法衡量 A、B 股投资者的相对风险偏好，但实证结果并不显著。

本章使用 H 股相对于 A 股收益率的标准差来衡量两地市场的相对风险水平。具体而言，以 β^{A} 和 β^{H} 分别代表 A 股和 H 股个股的综合风险度，以个股月收益率的标准差计算，两者的比值即 A 股和 H 股的特有风险差异。公式如下，$Stadev_{i,t}^{A/H}=\frac{\beta_{i,t}^{A}}{\beta_{i,t}^{H}}=\frac{Sta(R_{i,t}^{A})}{Sta(R_{i,t}^{H})}$。其中，$Stadev_{i,t}^{A/H}$ 表示第 t

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月末，公司 i 的 A 股和 H 股的特有风险差异。$\beta^{A}_{i,t}$、$\beta^{H}_{i,t}$ 分别表示公司 i 第 t 月 A 股和 H 股的综合风险度，$Sta(R^{A}_{i,t})$、$Sta(R^{H}_{i,t})$ 分别为公司 i 第 t 月 A 股和 H 股收益率的标准差。当 $Stadev^{A/H}_{i,t}$ 越小，$\beta^{H}_{i,t}$ 越大，则 H 股投资者愿意支付的股价越低，A 股的溢价就越大。因此，A 股溢价和 $Studev^{A/H}_{i,t}$ 负相关。

通过前文的分析，我们总结了相应的变量定义，并将各个变量对 A 股溢价影响的理论预期结果汇总，见表 5-1。

表 5-1　变量定义和预期结果

	变量符号	变量定义	预期结果
因变量	$PRE_{i,t}$	样本公司 i 第 t 月 A 股相对于 H 股的溢价程度	
自变量	$Size_{i,t}$	样本公司 i 第 t 月 A 股市值与 H 股市值之和的自然对数	−
	$Demand^{A/H}_{i,t}$	样本公司 i 在第 t 月末发行的 A 股数量和 H 股数量之比	−
	$Specu^{A/H}_{i,t}$	公司 i 的 A 股投资者和 H 股投资者第 t 月的换手率之比	+
	$Amihud^{A/H}_{i,t}$	样本公司 i 第 t 月 A 股非流动性和 H 股非流动性之比	−
	$Stadev^{A/H}_{i,t}$	样本公司 i 第 t 月 A 股和 H 股的综合风险度之比	−

第三节　交易价格差异的实证检验

一、样本选择和数据来源

2006 年 10 月底，沪深股市完成股权分置改革的公司有 1191 家，股改的市值比例为 94.23%，由此可以看出 2006 年底股改的目标已经基本实现（李腊生，2007）。本章拟研究股权分置改革基本完成后的 A 股溢价情况，因此数据选择的时间跨度为 2007 年 1 月至 2010 年 12 月。通过探讨最近 4 年共 48 个月 A 股相对于 H 股的溢价情况，从而弄清楚股权分置改革后，A 股市场和 H 股市场的分割状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

截至2010年底，双重上市的60余家企业中，部分企业回归A股(或从A股市场到H股市场再上市)的时间较短，为保证数据充足有效，减少交易数据不完整的样本带来的误差，本章剔除了2007年6月后才双重上市的样本公司。最终，本章从60余家双重上市公司中选取了42家公司(名称和代码见表5-2)在2007年1月至2010年12月的月度数据，共2016组。文章的数据来源于钱龙旗舰交易软件和wind咨询，数据的计算和整理工作使用了Excel 2007，面板数据回归时使用的统计软件是Stata10，主要用到的统计方法是描述性统计和回归分析。

表5-2 AH双重上市公司AH股名称和代码

A股名称	A股代码	H股名称	H股代码
皖通高速	600012	安徽皖通高速公路	0995
中海发展	600026	中海发展股份	1138
中国石化	600028	中国石油化工股份	0386
兖州煤业	600188	兖州煤业股份	1171
江西铜业	600362	江西铜业股份	0358
宁沪高速	600377	江苏宁沪高速公路	0177
深高速	600548	深圳高速公路股份	0548
海螺水泥	600585	安徽海螺水泥股份	0914
青岛啤酒	600600	青岛啤酒股份	0168
上石化	600688	上海石油化工股份	0338
南京熊猫	600775	南京熊猫电子股份	0553
S仪化	600871	仪征化纤股份	1033
创业环保	600874	天津创业环保股份	1065
重庆钢铁	601005	重庆钢铁股份	1053
中国国航	601111	中国国航	0753
中国平安	601318	中国平安	2318
交通银行	601328	交通银行	3328
北辰实业	601588	北京北辰实业股份	0588
中国铝业	601600	中国铝业	2600
中国人寿	601628	中国人寿	2628

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

A 股名称	A 股代码	H 股名称	H 股代码
中国远洋	601919	中国远洋	1919
中国银行	601988	中国银行	3988
中信银行	601998	中信银行	0998
中兴通讯	000063	中兴通讯	0763
潍柴动力	000338	潍柴动力	2338
东北电气	000585	东北电气	0042
经纬纺机	000666	经纬纺织机械股份	0350
新华制药	000756	山东新华制药股份	0719
鞍钢股份	000898	鞍钢股份	0347
华能国际	600011	华能国际电力股份	0902
华电国际	600027	华电国际电力股份	1071
南方航空	600029	中国南方航空股份	1055
东方航空	600115	中国东方航空股份	0670
广州药业	600332	广州药业股份	0874
广船国际	600685	广州广船国际股份	0317
昆明机床	600806	昆明机床	0300
马钢股份	600808	马鞍山钢铁股份	0323
东方电气	600875	东方电气	1072
广深铁路	601333	广深铁路股份	0525
工商银行	601398	工商银行	1398
大唐发电	601991	大唐发电	0991
招商银行	600036	招商银行	3968

在计算样本公司 i 第 t 月 A 股相对于 H 股的溢价率时，H 股的价格经过了汇率调整，其计算公式为 $PRE_{i,t}=(P_{i,t}^{A}-P_{i,t}^{H})/P_{i,t}^{H}$，其中，$PRE_{i,t}$ 表示被解释变量，即 A 股溢价率，$P_{i,t}^{A}$ 表示公司 i 第 t 月的平均收盘价，$P_{i,t}^{H}$ 表示经过汇率调整后公司 i 第 t 月的平均收盘价。假设某公司的溢价率 $PRE_{i,t}$ 的计算结果是 60%，即意味着该公司 A 股的价格为 H 股价格的 1.6 倍。当 $PRE_{i,t}>0$，即 $P_{i,t}^{A}>P_{i,t}^{H}$ 时，A 股相对于 H 股溢价，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$PRE_{i,t}<0$，即 $P_{i,t}^{A}<P_{i,t}^{H}$ 时，A 股相对于 H 股折价。

根据公式 $PRE_{i,t}=(P_{i,t}^{A}-P_{i,t}^{H})/P_{i,t}^{H}$，可以计算出表 5-2 中各个公司 A 股相对于 H 股的溢价率，然后将各个公司的溢价率求平均，可以得出样本期内(2007 年 1 月起以后的 48 个月)公司 A 股的平均溢价率，见图 5-1。

从图 5-1 可以看出，2007 年 1 月起(股权分置改革基本完成)，一直到 2010 年 12 月，双重上市公司 A 股相对于 H 股的溢价率整体上是先上升，再下降并逐步趋于平缓。2007 年最初的两个月，股权分置改革基本宣告结束，此时的溢价率处于样本期内的最低点，小于 0.4。随后，溢价率就开始整体上升，一直到 2009 年 3 月，A 股溢价率达到最高峰，接近 1.5。接着溢价率开始下降，2009 年 9 月，溢价率约为 0.8，接下来一直到 2010 年 12 月，溢价率都围绕着 0.8 上下摆动。总之，由此趋势图可以看出，A 股相对于 H 股始终还是存在着溢价(溢价率一直为正)，同时，从最后两年的趋势看来，A 股的溢价可能会在较长时间内持续下去。

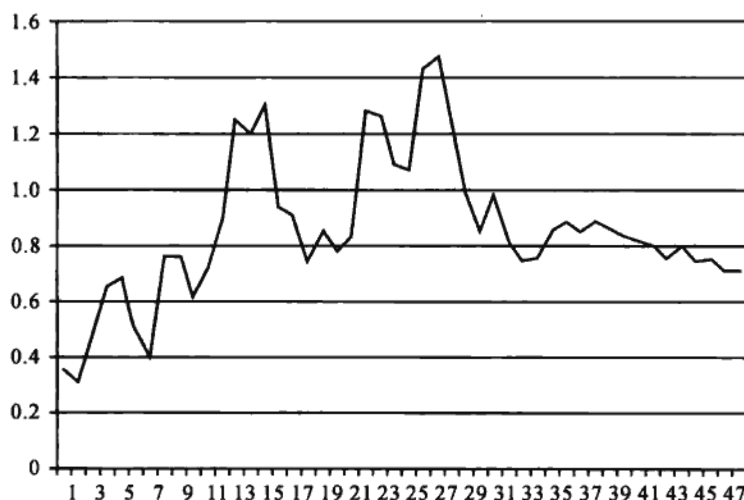


图 5-1 双重上市公司 A 股相对于 H 股溢价的趋势图

二、建立计量模型

本章采用面板数据分析的方法，从信息不对称、需求弹性、投资理念、流动性和风险偏好 5 个方面对样本公司 2007 年 1 月—2010 年 12 月期间的 A 股、H 股“同股不同价”现象进行实证分析。首先，需要考虑的问题是对数据建立面板模型还是混合模型，对此进行检验需要在 Stata 中先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做一下随机效应分析，然后进行 BP 的 LM 检验。

首先，对所有自变量联合起来进行随机效应分析，得到的结果见表 5-3。

表 5-3　随机效应检验结果

	R^2	Coef	Std. Err.	z
$Size_{i,t}$	within=0.0456 between=0.2649 overall=0.2171	−.2139219 ***	0.0270936	−7.90
$Demand_{i,t}^{A/H}$		.0586416 ***	0.0172482	3.40
$Specu_{i,t}^{A/H}$		0.000014	0.0036991	0.00
$Amihud_{i,t}^{A/H}$		−0.001	0.0024331	−0.41
$Stadev_{i,t}^{A/H}$		−0.1166559 ***	0.0242532	−4.81

注：*** 为在 1%显著性水平上显著，** 为在 5%显著性水平上显著，* 为在 10%显著性水平上显著，固定效应括号内为 t 统计量，随机效应括号内为 Z 统计量。

然后，在 Stata 中对数据进行 BP 检验，P 值为 0，这表明随机效应非常显著。由此可以确定，本章选择面板数据模型而不是混合模型对变量进行回归分析。使用面板数据能够有效地控制个体的异质性；同时，面板数据包含的信息量更大，降低了变量间共线性的可能性，增加了自由度和估计的有效性，还能更为有效地研究经济行为变化的动态性。

接下来需要通过 Hausman 检验面板数据到底是固定效应模型还是随机效应模型。固定效应模型中将非观测效应看作是各个截面或个体特有的可估计参数，并且不随时间而变化；而随机效应模型是把非观测效应看作随机变量，并且符合一个特定的分布。对面板数据进行固定效应分析，结果见表 5-4。

表 5-4　固定效应检验结果

	R^2	Coef	Std. Err.	t
$Size_{i,t}$	within=0.0456 between=0.2635 overall=0.2157	−0.201308 ***	0.0286916	−7.02
$Demand_{i,t}^{A/H}$		0.05676 ***	0.0176669	3.21
$Specu_{i,t}^{A/H}$		0.0004407	0.0036984	0.12
$Amihud_{i,t}^{A/H}$		−0.0010486	0.0024304	−0.43
$Stadev_{i,t}^{A/H}$		−0.1186327 ***	0.024269	−4.89

注：*** 为在 1%显著性水平上显著，** 为在 5%显著性水平上显著，* 为在 10%显著性水平上显著，固定效应括号内为 t 统计量，随机效应括号内为 Z 统计量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于随机效应模型把个体效应设定为干扰项的一部分，所以就要求解释变量与个体效应不相关，而固定效应模型并不需要这个假设条件。因此，我们可以通过检验该假设条件是否满足，如果满足，那么就应该采用随机效应模型，反之，就需要采用固定效应模型。对数据进行 Hausman 检验发现，P 值为 0.0660，因此大于 5%的显著性水平，因此不能拒绝 Hausman 的原假设，而在面板数据模型中，针对固定效应模型和随机效应模型，Hausman 的原假设是随机效应模型优于固定效应模型，所以本章不适用固定效应模型。而根据 BP 检验，随机效应显著，因此，本章建立随机效应模型，其用于面板数据分析的多元回归方程如下所示。

$$PRE_{i,t} = \alpha + \alpha_1 + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 Demand_{i,t}^{A/H} + \beta_3 Specu_{i,t}^{A/H} + \beta_4 Amihud_{i,t}^{A/H} + \beta_5 Stadev_{i,t}^{A/H} + \epsilon_{i,t} \quad (5\text{-}1)$$

其中，$PRE_{i,t}$表示溢价率，$Size_{i,t}$，$Demand_{i,t}^{A/H}$，$Specu_{i,t}^{A/H}$，$Amihud_{i,t}^{A/H}$和 $Stadev_{i,t}^{A/H}$分别为衡量信息不对称、需求弹性差异、投资理念差异、流动性差异和风险差异的变量。

三、面板数据回归结果及分析

（一）描述性统计结果

2007 年 1 月—2010 年 12 月，影响 A 股和 H 股价差的各变量的样本量、均值、最大值、最小值和标准差见表 5-5。从表 5-5 可以看出，A 股的溢价率 $PRE_{i,t}$最小值为－0.8404977，说明已有部分双重上市的公司的 A 股价格低于 H 股价格，不过整体上 A 股相对于 H 股仍然存在溢价，溢价率均值为 0.8651651。衡量 A 股和 H 股流动性差异的指标 $Demand_{i,t}^{A/H}$的均值为 1.23345，大于 1，说明整体上 A 股的流通股股数高于 H 股流通股股数。投资理念差异指标 $Specu_{i,t}^{A/H}$的均值为 3.423387，大于 1，说明 A 股市场的换手率大于 H 股市场的换手率，即 A 股市场的投机性高于 H 股市场。流动性差异指标 $Amihud_{i,t}^{A/H}$的均值为 0.8790329，说明 A 股的非流动性小于 H 股，即 A 股市场的流动性大于 H 股市场。风险差异指标 $Stadev_{i,t}^{A/H}$的均值为 1.052323，说明 A 股市场的综合风险度也高于 H

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市场。另外，投资理念差异指标和流动性指标的标准差明显大于另外三个变量，可以看出其波动性相对较大。

表 5-5 A 股、H 股价差影响因素的统计性描述

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations
PRE	overall	0.8651651	1.11592	−0.8404977	6.048235	N=1985
	between		1.016785	−0.698501	3.404599	n=42
	within		0.4786431	−1.205083	3.508801	T−bar=47.2619
Size	overall	23.76806	1.666834	20.06112	28.19572	N=1985
	between		1.617474	20.91439	27.18782	n=42
	within		.4788203	22.43409	25.3408	T−bar=47.2619
Demand	overall	1.23345	1.118146	0.0082217	5.104933	N=1995
	between		0.8051296	0.0185398	3.956785	n=42
	within		0.7828285	−0.3071437	3.895627	T−bar=47.5
Specu	overall	3.423387	4.130577	0.0006055	51.81528	N=1984
	between		1.843898	0.3226863	9.338121	n=42
	within		3.705809	−4.289477	50.64442	T−bar=47.2381
Amihud	overall	0.8790329	4.463296	0.004502	183.115	N=1964
	between		1.064888	0.0585944	4.884626	n=42
	within		4.34088	−3.846896	179.1094	T−bar=46.7619
Stadev	overall	1.052323	0.4838887	0.0031232	7.578182	N=1991
	between		0.1359004	0.8191682	1.338754	n=42
	within		0.4647924	0.069549	7.420628	T−bar=47.4048

（二）回归检验结果

随机效应模型回归分析得到的结果见表 5-6。

表 5-6 中列（1）单独考察了公司规模对 A 股、H 股价差的影响，结果表明投机性差异指标 $Size_{i,t}$ 与 $PRE_{i,t}$ 在 1% 水平上显著负相关，支持理论预测。根据列（6），考虑公司规模和其他因素之间的相互作用后，$Size_{i,t}$ 与 $PRE_{i,t}$ 均在 1% 水平上显著负相关，即公司规模越大，A 股投资者和 H 股投资者的信息不对称程度就越小，A 股相对于 H 股的溢价越小。而列（5）和列（6）说明，$Stadev_{i,t}^{A/H}$ 单独作用和与其他因素联合作用时，均与在 1% 水平上显著负相关，即 A 股和 H 股的综合风险度比值越小时，A 股的溢价也就越高。由此可以看出，$Size_{i,t}$ 和 $Stadev_{i,t}^{A/H}$ 的回归结果符合理论预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-6 随机效应模型检验 A 股、H 股价差影响因素的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Size_{i,t}$	−.1718864 *** (−7.94)					−.2139219 *** (−7.90)
$Demand_{i,t}^{A/H}$		−.0150949 (−1.09)				.0586416 *** (3.40)
$Specu_{i,t}^{A/H}$			.0014815 (0.51)			.000014 (0.00)
$Amihuc_{i,t}^{A/H}$				−.0024106 (−0.97)		−.001 (−0.41)
$Stadev_{i,t}^{A/H}$					−.1381124 *** (−5.95)	−.1166559 *** (−4.81)
N	1985	1985	1984	1955	1981	1952

注：*** 为在 1%显著性水平上显著，** 为在 5%显著性水平上显著，* 为在 10%显著性水平上显著。

列(2)表明 $Demand_{i,t}^{A/H}$ 单独回归时结果符合理论预期，但是未能通过显著性检验。而如列(6)所示，将 $Demand_{i,t}^{A/H}$ 与其他变量联合起来回归时，$Demand_{i,t}^{A/H}$ 与 $PRE_{i,t}$ 在 1%水平上显著正相关，即发行在外的 A 股数量与 H 股数量的比值越大，A 股的溢价反而越高，这一结果与理论预期恰好相反。

列(3)和列(6)表明，$Specu_{i,t}^{A/H}$ 回归结果虽然与理论预期相符，但未能通过显著性检验。列(4)和列(6)表明，$Amihud_{i,t}^{A/H}$ 的回归结果也与理论预期相符，但是也未能通过显著性检验。

然而，对随机效应模型进行异方差和一阶序列相关检验时发现二者均存在，这会对随机效应模型的回归结果产生影响，降低结果的可靠性。由于本章选取的数据符合“大 T 小 N”的要求，因此，可以使用 FGLS 方法(Feasible Generalized Least Square)对异方差和一阶序列相关进行修正，再对面板数据模型进行回归分析，最终的回归结果见表 5-7。

表 5-7 FGLS 方法检验 A 股、H 股价差影响因素的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Size_{i,t}$	−0.124798 *** (−8.91)					−0.1577774 *** (−11.45)
$Demand_{i,t}^{A/H}$		−0.009715 (−0.86)				0.0544695 *** (4.42)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Specu_{i,t}^{A/H}$			0.0055587 *** (4.58)			0.0095004 *** (6.32)
$Amihud_{i,t}^{A/H}$				−0.0025032 ** (−2.16)		−0.0002882 (−0.29)
$Stadev_{i,t}^{A/H}$					−0.0245134 *** (−3.92)	−0.031597 *** (−4.45)
N	1985	1985	1984	1955	1981	1952

注：*** 为在 1%显著性水平上显著，** 为在 5%显著性水平上显著，* 为在 10%显著性水平上显著。

表 5-7 中列(1)和列(6)说明，不论是单独回归还是和其他变量一起联合检验，$Size_{i,t}$ 与 $PRE_{i,t}$ 均在 1%水平上显著负相关，即公司规模越大，H 股投资者获得公司的信息更容易，A 股投资者和 H 股投资者的信息不对称程度就越小，A 股相对于 H 股的溢价就越小。列(3)考察了投机性差异对 A 股、H 股价差的影响，结果表明投机性差异指标 $Specu_{i,t}^{A/H}$ 与 $PRE_{i,t}$ 在 1%水平上显著正相关，支持本章的理论预测。根据列(6)，考虑投机性和其他因素之间的相互作用后，$Specu_{i,t}^{A/H}$ 仍与 $PRE_{i,t}$ 在 1%水平上显著正相关，即当 A 股的换手率相对于 H 股的换手率越高时，A 股的溢价越高。列(5)和列(6)说明，$Stadev_{i,t}^{A/H}$ 单独作用和与其他因素联合作用时，均与 $PRE_{i,t}$ 在 1%水平上显著负相关，即 A 股和 H 股的综合风险度比值越小时，H 股投资者愿意支付的股价越低，A 股的溢价也就越高。以上三个变量的检验结果符合理论预期。

列(2)表明 $Demand_{i,t}^{A/H}$ 单独回归时结果符合理论预期，但是未能通过显著性检验。而如列(6)所示，将 $Demand_{i,t}^{A/H}$ 与其他变量联合起来回归时，$Demand_{i,t}^{A/H}$ 与 $PRE_{i,t}$ 在 1%水平上显著正相关，即发行在外的 A 股数量与 H 股数量的比值越大，A 股的溢价反而越高，这一结果与理论预期恰好相反。如列(4)，衡量流动性差异的变量 $Amihud_{i,t}^{A/H}$ 单独回归时与在 5%水平上显著负相关，即当 $Amihud_{i,t}^{A/H}$ 越大，H 股的流动性越高时，A 股的溢价越低。不过，列(6)表明该变量在联合检验时虽符合理论预期，但未能通过显著性检验。

根据消除异方差和一阶序列相关的 FGLS 方法的回归结果，我们可以看到，信息不对称、投机性差异和风险差异对 A 股、H 股价差的影响均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

符合理论预测，而需求弹性差异和流动性差异对A股、H股价差影响较弱。

第四节 研究结论

本章选取42家同时发行A股和H股的公司为样本，实证分析了股权分置改革基本结束后AH股溢价的原因。结果表明，信息不对称、投机性差异和风险差异是显著影响A股溢价程度的原因。具体而言，公司规模越大，两地投资者的信息不对称程度越低，A股的溢价率就越小；A股相对于H股的换手率越高，A股市场的投机程度越高，其溢价率就越大；A股相对于H股的综合风险度越低，H股投资者支付的股价越低，A股的溢价率越大。

虽然需求弹性差异指标和其他变量联合回归时通过了显著性检验，但检验结果与理论预期相反，即流通A股和流通H股的比值越大，A股的溢价率就越大。而理论上来讲，流通A股数量越高，A股投资者的需求弹性越高，A股投资者愿意支付的股价越低，则A股相对于H股的溢价应该越低。该指标单独回归时符合理论预期，不过未通过显著性检验。因此，需求弹性差异指标对A股溢价的影响未能得到一致有效的结论。造成此结果的原因之一可能是随着股权分置改革的基本结束，大量解禁的限售股开始上市交易，流通A股数量在较短时间内发生了较大的增长，但由于滞后效应，A股投资者的真正的需求弹性并未获得相应比例的增长。这就让使用A股和H股流通股之比衡量需求A股、H股投资者的需求弹性差异的有效性降低，实际情况可能与本章变量的联合检验结果相反，也就是仍然符合理论预期。

流动性差异指标的回归结果符合理论预期，但该变量单独回归时的显著性不如其他变量，联合回归时也没通过显著性检验。因此，该指标对A股的溢价仍有一定的解释力，不过解释力很弱。流动性差异假说的理论思路是指流动性较低的市场中的投资者面临着较大的风险，因此会要求较高的投资回报率，也即是较低的股价。不过由于A股市场发展没有H股市场成熟，即使A股流动性较高，其对H股投资者的参考意义也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大。相对更理性的 H 股投资者并不会因为 A 股外在的“流动性”很高就认为 H 股的流动性差，所以不会由此要求较高的投资回报，即较低的股票价格。那么 A 股也不会为流动性较高而对 H 股表现出明显的溢价。

股权分置改革是中国资本市场发展的标志性事件，会对中国股市产生较为深远的影响。本章研究表明，股权分置改革基本结束后，双重上市的企业中，总体上 A 股仍然相对于 H 股有着较为明显的溢价。不过，由于股权分置改革才刚刚基本结束，本章研究的样本时间跨度较短，部分企业仍有大量的非流通股，因此，股权分置改革能否减弱甚至消除 A 股、H 股溢价还有待以后的研究进一步验证。总之，股权分置改革基本结束后，AH 双重上市的企业中，信息不对称、投机性差异和风险差异依然显著影响着 A 股溢价，而需求弹性差异和流动性差异对 A 股溢价的影响相对较弱。

股权分置改革前后的实证研究已经表明，交叉上市的溢价行为将在一个更为漫长的时间内存在，尽管我们已经能够在机理上对溢价的成因进行实证的分析，但是不可避免的是，这种持续的溢价行为将会大大提升两个市场之间的套利投机行为，这是对于我国当前资本市场建设以及企业国际化发展的重要隐忧，如果不能很好地解决上述问题，将会极大地影响即将培育运作的国际板发挥其应有的效率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 AH股交叉上市溢价的市场影响分析

第一节 H股回归A股市场及其影响

一、H股回归A股的现状及相关研究

近年来海外上市的内地公司回归A股市场的现象越来越普遍，特别是在香港上市的H股公司，据不完全统计，目前香港联交所挂牌的H股公司中已经有超过50家公司成功回归A股，其中超过9成的公司选择了直接到A股市场首次公开发行新股(IPO)的模式。本文研究的59家AH股交叉上市样本公司中，有49家为先发行H股后发行A股的公司，详细信息见表6-1。

表6-1 样本公司中先发行H股后发行A股的公司列表

名　称	A股代码	A股发行时间
ST北人	600860	1994
S上石化	600688	1994
广船国际	600685	1994
青岛啤酒	600600	1994
马钢股份	600808	1994
昆明机床	600806	1994
S洛玻	600876	1995
S仪化	600871	1995
东方电气	600875	1995

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

名 称	A 股代码	A 股发行时间
东北电气	000585	1995
南京熊猫	600775	1996
经纬纺机	000666	1996
新华制药	000756	1996
ST 科龙	000921	1996
东方航空	600115	1997
鞍钢股份	000898	1997
兖州煤业	600188	1998
ST 科龙	000921	1999
广州药业	600332	2001
华能国际	600011	2001
宁沪高速	600377	2001
深高速	600548	2001
中国石化	600028	2001
海螺水泥	600585	2002
江西铜业	600362	2002
中海发展	600026	2002
南方航空	600029	2003
皖通高速	600012	2003
华电国际	600027	2005
北辰实业	601588	2006
大唐发电	601991	2006
广深铁路	601333	2006
中国国航	601111	2006
中国银行	601988	2006
建设银行	601939	2007
交通银行	601328	2007
潍柴动力	000338	2007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

名 称	A 股代码	A 股发行时间
中国铝业	601600	2007
中国平安	601318	2007
中国人寿	601628	2007
中国神华	601088	2007
中国石油	601857	2007
中国远洋	601919	2007
中海集运	601866	2007
中海油服	601808	2007
重庆钢铁	601005	2007
上海电气	601727	2008
中煤能源	601898	2008
紫金矿业	601899	2008

这种先 H 股后 A 股的发行方式，存在着 A 股 IPO 价格相对于 H 股 IPO 价格的普遍溢价的现象，也容易导致交叉上市掩盖下的“发行套利”行为。在关于这方面的研究中，龙会学(2009)对 46 家先发行 H 股后发行 A 股的交叉上市公司股票发行价格比较发现，A 股的平均发行价格较 H 股的发行价格高 2.6 倍之多。他选取的样本公司中，除江西铜业、南方航空、中国国航和北辰实业外，其余 42 家公司的 A 股 IPO 价格均高于 H 股 IPO 价格。他还通过计量分析发现 H 股市场价格对 A 股发行定价的影响要比公司价值变量的影响显著得多，说明 A 股的发行定价严重地依赖于 H 股的市场价格。

李堪(2010)认为目前 H 股回归 A 股采用的“跟随 H 股定价法”——即通常以 H 股二级市场流通价格作为 A 股一级市场发行价的参照系，存在着诸多弊病，这不仅是一种歧视性定价，而且容易导致交叉上市掩盖下的“发行套利”行为。图 6-1 描述了这种“发行套利”过程：上市公司公布回归计划后，投机者在 H 股二级市场上买入卖出公司股票，促使股价上涨。由于目前 A 股发行价采用“跟随 H 股定价法”，结果导致了 A 股发行价被人为不合理地推高。这使得 A 股发行价不仅远远高于 H 股发行价格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且可能超过 H 股二级市场上的合理估值。这导致交叉上市公司在获得高额发行收益的同时，也使得内地投资者形成财富向 H 股股东隐蔽转移。以高发行市盈率发行的 A 股在二级市场上发行又获得一次溢价，二级市场上的股价甚至可能超过了公司合理的估值。由于 A 股与 H 股市场联动效应日益显著，A 股市场高溢价发行以及 A 股二级市场上的股价高位运行反过来对 H 股二级市场形成支撑，H 股的价格再一次被推高。而此时却是境外投资者拉高出货的最佳时机，完成整个"发行套利"的过程。受此影响 H 股股价可能会大幅下挫，抑或回归到合理价位，而这势必会使 A 股股价下行，深深套牢境内投资者。

关于是否存在这种交叉上市掩盖下的"发行套利"行为，本文试图通过中国石油的 A 股回归案例加以探究。

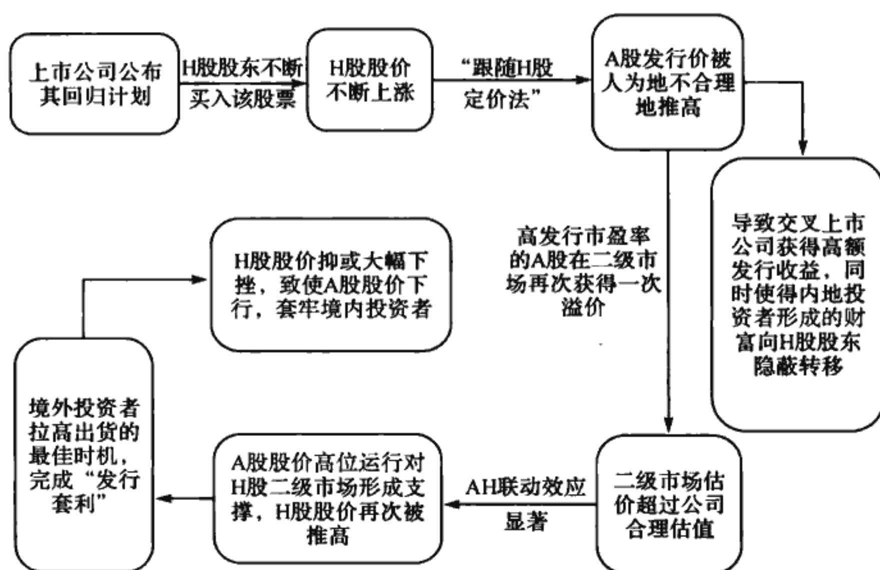


图 6-1 交叉上市掩盖下的"发行套利"

资料来源：李堪：《H 股回归 A 股市场交叉上市定价机制的思考》，《银行家》2010 年第 3 期。

二、中国石油天然气股份有限公司 H 股回归 A 股案例

（一）公司简介

中国石油天然气股份有限公司（简称"中国石油"）是一家集油气勘探

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开发、炼油化工、油品销售、油气储运、石油贸易、工程技术服务和石油装备制造于一体的综合性能源公司，是我国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，是我国销售收入最大的公司之一，也是世界最大的石油公司之一。中国石油唯一的发起人及控股股东为中国石油天然气集团公司，后者是根据国务院机构改革方案，于 1998 年 7 月在原中国石油天然气总公司的基础上组建的特大型石油石化企业集团，是国家授权的投资机构和国资委管理的特大型国有企业集团之一。

中国石油天然气集团注册总资本 1149 亿元，现有总资产 9137 亿元，在中国境内东北、华北、西北、西南等广大地区拥有 13 个大型特大型油气田企业、16 个大型特大型炼油化工企业、19 个石油销售企业和一大批石油石化科研院所和石油施工作业、技术服务、机械制造企业，在中东、北非、中亚、俄罗斯、南美等地区拥有近 30 个油气勘探开发和生产建设项目。2004 年国内生产原油 11176.1 万吨，生产天然气 286.6 亿立方米，加工原油 11077.5 万吨；同时在海外获取权益原油产量 1642.3 万吨、天然气产量 25.9 亿立方米。全年实现销售收入 5707 亿元，实现利润 1289 亿元。

在由全球能源领域权威机构普氏能源公布的“2006 年全球能源企业 250 强”中，中国石油名列第六位，连续五年居亚太区第一位；在由《商业周刊》公布的 2006 年度“《商业周刊》亚洲 50 强”企业中排名第一位；并当选《亚洲金融》杂志公布的“2006 年亚洲最盈利公司”（第一名）。《财富》杂志 2008 世界 500 强排名第 25。2008 年 12 月 30 日，世界权威的品牌价值研究机构——世界品牌价值实验室举办的“2008 世界品牌价值实验室年度大奖”评选活动中，中国石油凭借良好的品牌印象和品牌活力，荣登“中国最具竞争力品牌榜单”大奖，赢得广大消费者普遍赞誉。《巴菲特杂志》2010 年第七届中国最受尊敬 25 家上市公司全明星榜中，中石油再次入选，排名第二。中国石油品牌在世界品牌价值实验室（World Brand Value Lab）编制的 2010 年度《中国品牌 500 强》排行榜中排名第二，品牌价值已达 1512.56 亿元。

（二）海外上市

2000 年 3 月 25 日中国石油天然气股份有限公司发布招股说明书，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始在全球发售 1.27 港元/股的 H 股和 16.44 美元/份的美国托存股份(ADS)，总计发行 17582418000 股 H 股(其中包括 41345210 份 ADS)，并于同年 4 月 6 日和 7 日分别在纽约证券交易所和香港联合交易所有限公司挂牌上市，成为三大国有石油公司中首家海外上市的公司。海外上市后随着公司业绩的增长，中国石油在港股的股价表现也在不断上升，图 6-2 列示了中国石油在海外上市后至 A 股回归前的股价走势，截至 2007 年 10 月 31 日，中国石油的 H 股股价已由发行时的 1.27 港元/股上升至近 20 港元/股。

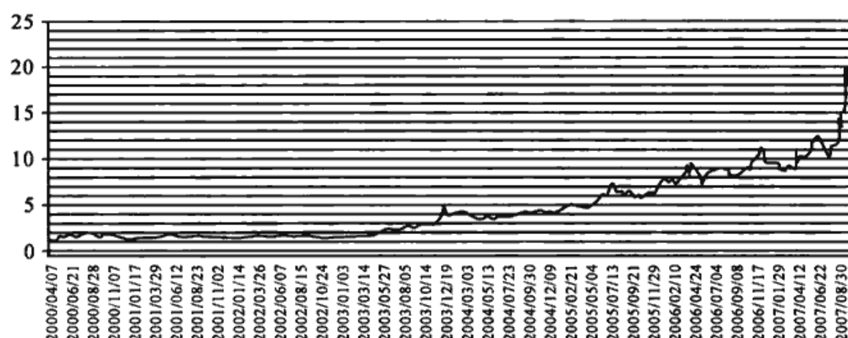


图 6-2　中国石油回归 A 股前的港股股价走势(单位:港元)

(三)回归 A 股

1. 回归动因

2007 年 6 月份中国石油正式启动 A 股回归计划，与大部分 H 股回归 A 股的公司相似，其回归 A 股的动因大致可以概括为以下几个方面：

(1)内地经济与股市的发展。改革开放以来，我国国民经济保持持续快速发展，尤其 1992 年以来平均增长速度超过了 10%。居民收入水平也在不断提高，截至 2006 年末，全国居民储蓄存款余额将近 16.16 万亿元，为企业融资提供了潜在的资金供应。此外国内资本市场于 2005 年启动的股权分置改革在 2006 年末已基本完成，解决了制约我国资本市场发展的根本性制度问题。同时内地市场中包括共同基金、社保基金、保险公司以及境外 QFII 在内的机构投资者队伍逐渐壮大，投资者结构、投资理念逐步改善。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)溢价发行的收益。如前所述，H股回归A股的过程中普遍存在着A股IPO价格高于H股IPO价格的现象，另外由于A股市场的市盈率比香港市场高，使得部分公司的A股发行价甚至超过H股二级市场价格。2007年10月份上海证券交易所A股平均市盈率已经达到69.64倍，而深圳证券交易所A股平均市盈率更是高达72.45倍，但同时期港股平均市盈率只有近25倍，这使得回归A股能够融得更多的资金。

(3)解决控股股东的流通问题。由于H股公司招股时有规定控股股东股份不在H股市场流通，而内地市场在股权分置改革结束后解决了A股上市公司非流通股的流通问题，H股公司在回归A股后，原非流通股转化为有解禁期的限售股，在解禁期后即可获得流通权。

2. 回归A股过程

2007年6月19日中国石油董事会会议决议实施回归A股计划，并在其后展开回归A股的相关工作，具体见表6-2。同年10月29日在询价推介结束后，中国石油及其保荐人根据网下累计投标询价情况，并参考发行人基本面、H股股价、可比公司估值水平及市场情况确定本次发行价格为16.7元/股。11月5日，伴随着中国石油董事长蒋洁敏郑重敲响的锣声，中国石油A股在上海证券交易所正式上市并开始交易。

表6-2 A股回归大事记

时间	上市有关事项
2007年6月19日	中国石油在其举行的董事会会议上决议，在内地A股市场上发行不超过40亿股新股，募集资金将用于境内油气资源勘探开发、石化和管道基础设施建设以及海外油气资源收购。
2007年8月23日	中国石油召开临时股东大会，审议并通过公开发行A股及上市的具体方案及相关安排。
2007年9月24日	证监会召开发行审核委员会工作会议，审核中国石油天然气股份有限公司首次公开发行40亿股A股的申请。
2007年10月22日至24日	进行询价推介。
2007年10月25日	网下申购开始。
2007年10月29日	中国石油天然气股份有限公司发布公告称，中石油将以最终发行价格每股人民币16.7元发行40亿股A股。
2007年11月5日	中国石油A股正式在上海证券交易所挂牌上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6-3 和图 6-4 分别描述了中国石油在发行 A 股导致股本变动前的股本结构和发行 A 股后的股本结构。从中可以看出中国石油集团在中国石油 A 股发行后仍占有其 86.29%的股份，而公众流通股比例由 11.79%上升至 12.17%。

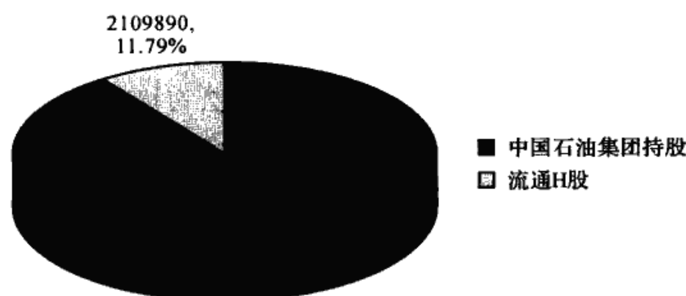


图 6-3　A 股上市前的股本结构(单位:万股)

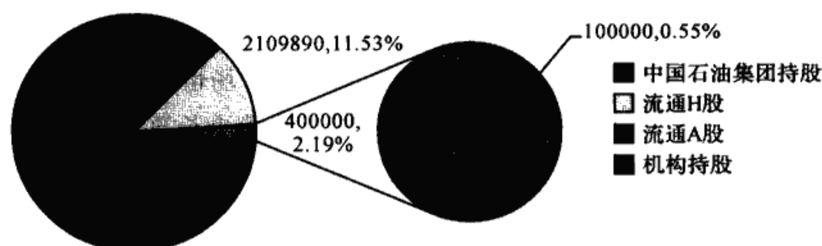


图 6-4　A 股回归之后的股本结构(单位:万股)

而本次中国石油回归 A 股亦创造了中国资本市场的多个之最。

(1)冻结资金最大。

表 6-3　2007 年 IPO 冻结资金排名

冻资排名	股票代码	股票简称	发行价	申购日	募资(亿元)	冻资(万亿)
1	601857	中国石油	16.7	10 月 26 日	668	3.37
2	601088	中国神华	36.99	9 月 25 日	665.82	2.67
3	601939	建设银行	6.45	9 月 17 日	580.5	2.26
4	601808	中海油服	13.48	9 月 20 日	67.4	2.17
5	601169	北京银行	12.5	9 月 11 日	150	1.89
6	601919	中国远洋	8.48	6 月 18 日	151.272	1.629

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续　表

冻资排名	股票代码	股票简称	发行价	申购日	募资(亿元)	冻资(万亿)
7	601328	交通银行	7.9	4月25日	252.038	1.45
8	601998	中信银行	5.8	9月17日	133.512	1.402
9	601166	兴业银行	15.98	1月23日	159.96	1.16
10	601318	中国平安	33.8	2月12日	388.7	1.094

资料来源：http://finance.sina.com.cn/focus/PTRalist/。

如表6-3所示，中国石油此次A股上市期间，网上、网下共冻结申购资金约3.37万亿，不仅刷新了中国神华在同年9月份缔造的纪录，而且成就了中国股市新股发行史上的冻结资金最大单。

(2)IPO募集资金最多。根据中国石油公告，此次首发A股以16.7元/股的价格共发行40亿股，募集资金达到668亿元，超过中国神华的665.82亿元，成为截至2007年A股IPO募集资金最多的股票。

(3)全球市值最大。2007年11月5日，中国石油A股上市后开盘价为48.60元，按照开盘价计算中国石油A股市值达到78694.13亿元。另外，按照11月2日其H股收盘价19.6港元计算，其H股市值也达到了3977.12亿元人民币，总市值达到82671.25亿元，折合美元11081.94亿美元，超过埃克森美孚成为全球市值最大的公司，如表6-4所示。

表6-4　全球市值最大的十家公司

排　名	股票代码	股票简称	市值(亿美元)
1	601857	中国石油	11081.94
2	XOM	埃克森美孚	4876.82
3	GE	通用电气	4075.83
4	HK0941	中国移动	3921.16
5	601398	工商银行	3640.03
6	MSFT	微软	3467.12
7	Gazprom	俄罗斯天然气公司	2912.19
8	RDSA	荷兰壳牌	2732.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

排 名	股票代码	股票简称	市值(亿美元)
9	600028	中国石化	2678.13
10	601628	中国人寿	2359.17

注：除中国石油外其他数据以 11 月 2 日收盘价计算，另俄罗斯天然气公司股价为 11 月 1 日圣彼得堡证券交易所数据。

资料来源：http://finance.sina.com.cn/stock/t/20071105/15464139484.shtml。

3. 回归 A 股后的影响

如图 6-6 所示，A 股开盘当日，中国石油高开低走，开盘价为 48.6 元/股，相较发行价 16.7 元/股上涨了 191.02%，这一价格超出了多数市场人士的预料。随后股价开始下滑，当日报收于 43.96 元/股，仍高于发行价 163.2%，首日成交额高达 699.91 亿元，换手率为 51.58%。根据相关报道，开盘当天就有超过七成股民收盘被套。而此后六个交易日的走势均为阴线(见图 6-5)，截至 2007 年 11 月 13 日，收盘价为 36.18 元/股，较首日开盘价下跌了 12.42 元/股。

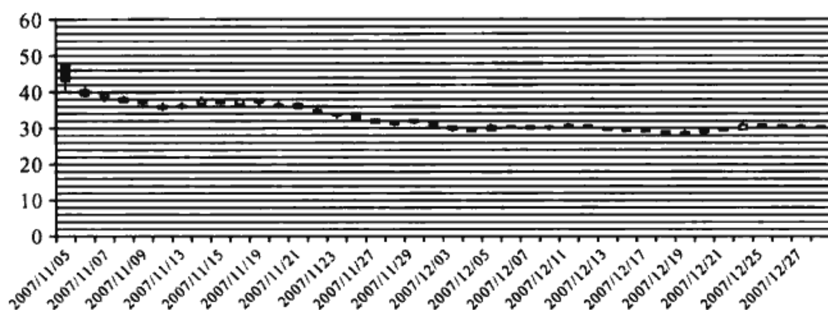


图 6-5 中国石油 2007 年 A 股股价走势

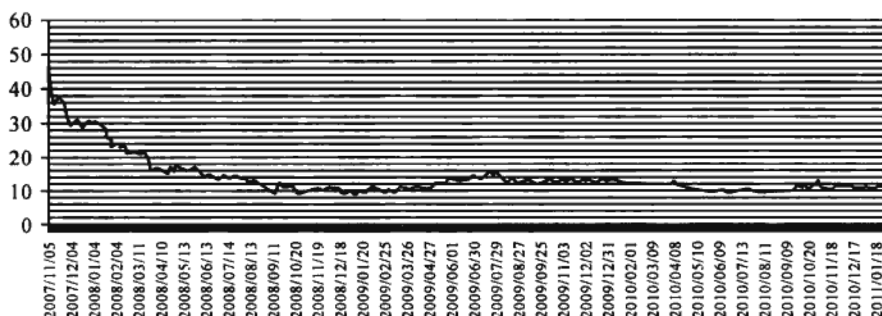


图 6-6 中国石油 A 股上市以来的股价走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从中国石油 A 股上市以来的股价走势可以看到，A 股上市一年内中国石油股价整体呈下跌趋势，由首日开盘的 48.6 元/股，至 2008 年一度跌破发行价，此后年份股价一直在大约 10 元/股至 15 元/股之间徘徊，而 48.6 元/股也成为中国石油 A 股的历史最高价。这种异常的股价走势套牢了国内众多投资者。

三、交叉上市掩盖下的发行套利——股价异常的可能解释

从中国石油 A 股上市前后的 H 股股价走势(图 6-7)可以看出，在中国石油 A 股上市前其 H 股股价亦开始迅速攀升，从 2007 年 10 月 4 日的收盘价 13.46 港元/股，攀升至同年 11 月 2 日的收盘价 19.6 港元/股，涨幅超过 45.6%，是中国石油 H 股上市以来涨幅最快的一段。

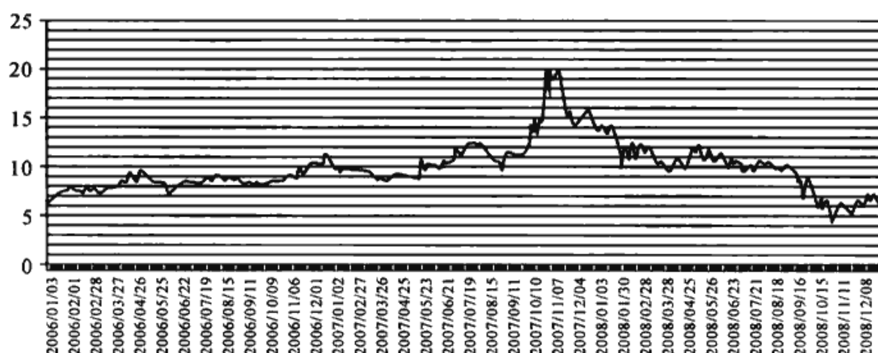


图 6-7 中国石油 A 股上市前后 H 股股价走势

此后 A 股发行价亦采用跟随 H 股定价法，定于 16.7 元/股，远高于港股发行价 1.27 港元/股，使得内地投资者财富向 H 股股东隐蔽转移。而 A 股上市之后二级市场的估值更是远超过发行价，首日开盘价达到 48.6 元/股，超过发行价 191.02%。其后 A 股和 H 股股价均大幅下跌，至 11 月 13 日 H 股收盘价已跌回 14.7 港元/股。另外从月平均溢价情况来看，A 股上市半年内溢价程度呈整体下降趋势，其最高溢价程度出现在 A 股开盘的 2007 年 11 月份。

从股价表现上看，中国石油 A 股发行过程符合交叉上市掩盖下的发行套利特征，说明可能存在着发行套利行为，因而中国石油 A 股上市后股价的持续下跌不排除其受 H 股股东逢高出货的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

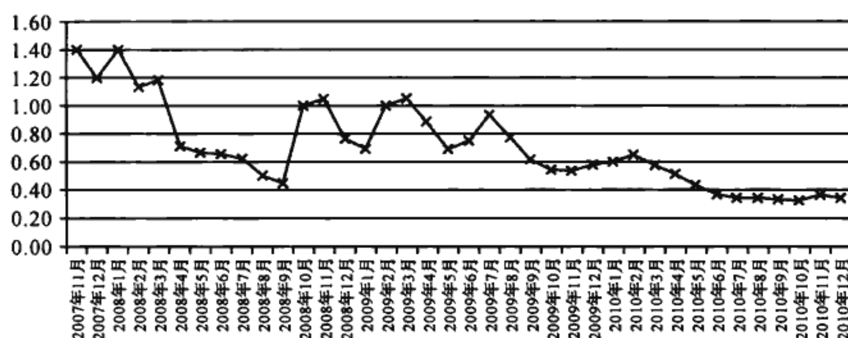


图 6-8　中国石油 A 股上市以来的 AH 股溢价程度

四、启示

从以上案例可以看到，H 股回归 A 股的定价机制以及二级市场的首日溢价是形成交叉上市掩盖下的发行套利行为的重要原因之一。完善询价机制有利于在 H 股回归 A 股时进行合理定价保护 A 股股东利益，同时也有学者提出在二级市场首日交易中实行涨跌停板制度，以解决二级市场首日溢价的问题。

第二节　A 股走向 H 股市场及其影响

一、A 股走向 H 股的现状

目前，国内上市公司在内地与香港两地发行股票的，主要采取“先 H 后 A”的发股方式。采取这种方式的主要原因是与前些年国内股市的接纳能力有限有关。前些年，由于国内市场对一些大型航母股的发行承受能力不够，所以一些大型航母股的上市融资工作都被安排在港交所进行。如今，经过了股改，尤其是机构投资者的发展壮大，A 股市场的接纳能力得到了很大的提高，在这种情况下，为了做大做强 A 股市场，客观上需要这些 H 股公司回归国内市场。同时，由于香港市场较为成熟，H 股在港交所的发行上市都会显得比较理性，其价格定位尤其是二级市场定位显得相对较为合理。当其回归时，其股价容易获得 A 股市场的接受。相反，A 股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场并不成熟，市场投机性强，A 股市场的股价定位通常难以被 H 股股东所接受。因此如果“先 A 后 H”发行股票，往往会存在一定难度。

不过，近年来，“先 H 后 A”方式明显出现了较大的问题。一方面是 H 股的发行价较低，A 股的发行价太高，这极大地损害了 A 股投资者的利益。另一方面 H 股回归 A 股时，H 股的股价被 H 股投资者大幅炒高，倒逼 A 股高价发行。此举不仅极大地损害了 A 股投资者的利益，而且也使 A 股的话语权面临着丧失的危险。所以，在这种情况下，实行“先 A 后 H”的发股方式是符合 A 股市场及其投资者的利益的。本节将以中兴通讯为例，讲述 A 股公司到 H 股上市的过程和影响。

二、中兴通讯 A 股走向 H 股案例

(一)公司简介

中兴通讯是全球领先的综合通信解决方案提供商，为全球 140 多个国家和地区的电信运营商提供创新技术与产品解决方案。公司成立于 1985 年，1993 年 4 月由中国航天工业总公司(原航天部)所属的深圳航天广宇工业公司和 691 厂、深圳市中兴维先通设备有限公司合资设立成为有限责任公司。公司在香港和深圳两地上市，是中国最大的通信设备上市公司。

中兴通讯通过全系列的无线、有线、业务、终端产品和专业通信服务，灵活满足全球不同运营商的差异化需求以及快速创新的追求。2010 年中兴通讯营业收入为人民币 702.64 亿元，国际市场实现营业收入 380.66 亿元人民币，同比增长 27.45%，占整体营业收入的比重达 54.18%。其中欧美地区收入同比增长 50%，占整体营业收入的比重提升至 21%，首次成为中兴通讯海外收入比重最大区域，系统与终端产品均已全面服务于欧美日高端市场的顶级运营商。

中兴通讯在美国、法国、瑞典、印度、中国等地共设有 15 个全球研发机构，3 万多名国内外研发人员专注于行业技术创新，2010 年凭借 1863 件国际专利申请总量，排名跃居全球第二位，通讯业第一位。公司依托分布于全球的 107 个分支机构，凭借不断增强的创新能力、突出的灵活定制能力、日趋完善的交付能力赢得全球客户的信任与合作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(二)股票发行和增发

1997 年 11 月 18 日，公司向社会公众公开发行的普通股 5850 万股在深圳证券交易所挂牌交易。

1998 年 9 月 11 日，公司以截至 1998 年 6 月 30 日之资本公积按每 10 股转增 3 股的比例转增股本计 7500 万股。至此，公司注册资本计 32500 万元。

1999 年 5 月 27 日，公司向社会公众股股东配售 1950 万股普通股。至此，公司注册资本增至 34450 万元。

2000 年 5 月 20 日，以截至 1999 年 12 月 31 日之资本公积按每 10 股转增 2 股的比例转增股本计 6890 万股。至此，公司注册资本增至 41340 万元。

2001 年 3 月 20 日，公司向社会公募增发 5000 万股普通股，发行价格为每股 32.70 元。至此，公司注册资本增至 46340 万元。

2001 年 10 月 16 日，公司以截至 2001 年 6 月 30 日之股本为基数按每 10 股送 2 股的比例增加股本计 9268 万股。至此，公司注册资本增至 55608 万元。

2003 年 4 月 25 日，公司以截至 2002 年 12 月 31 日之资本公积按每 10 股转增 2 股的比例转增股本计 11221.6 万股。至此，公司注册资本增至 66729.6 万元。

2004 年 5 月 17 日，公司以截至 2003 年 12 月 31 日之总股本为基数按每 10 股送 2 股的比例增加股本计 1334.592 万股。至此，公司注册资本增至 80075.5 万元。

2004 年 12 月 9 日，公司向境外公开发行境外上市外资股(H 股)16015.104 万股，其中本公司发行新股 15876.645 万股，本公司国有法人股东出售存量股份 138.459 万股。至此，公司注册资本增至 95952.2 万元。

2008 年，公司以 2007 年 12 月 31 日股本 95952.165 万股为基数，按每 10 股由资本公积转增 4 股，共计转增 38380.866 万股。转增后，公司的股本增至 134333.031 万元。

2009 年，公司以 2008 年 12 月 31 日总股本 134333.031 万股为基数，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按每10股由资本公积转增3股，共计转增40299.9092万股。转增后，公司的股本增至174632.9402万元。

(三)股利政策

表 6-5 中兴通讯历年的股利政策

公告日期	分红方案说明	股权登记日	股权除息日
2010—04—09	10转增5股派3元(含税)	2010—06—23	2010—06—24
2009—03—20	10转增3股派3元(含税)	2009—06—04	2009—06—05
2008—03—20	10转增4股派2.5元(含税)	2008—07—09	2008—07—10
2007—04—19	10派1.5元(含税)	2007—07—26	2007—07—27
2006—04—07	10派2.5元(含税)	2006—07—13	2006—07—14
2005—04—11	10派2.5元(含税)	2005—07—07	2005—07—08
2004—04—10	10送2股派3元(含税)	2004—05—24	2004—05—25
2003—03—12	10转增2股派2元(含税)	2003—05—22	2003—05—23
2002—03—12	10派1.5元(含税)	2002—05—22	2002—05—23
2001—08—16	10送2股派1.5元(含税)	2001—10—16	2001—10—17
2000—04—15	10转增2股	2000—06—09	2000—06—12
1999—03—06	10派1.9元(含税)	1999—06—17	1999—06—18
1998—07—31	10转增3股	1998—09—18	1998—09—21
1998—03—21	10派1.2元(含税)	1998—06—18	1998—06—19

资料来源：钱龙旗舰。

2008年以前，公司主要实施的是派现，以现金的方式分红。通过现金分红的方式，可以不扩大股本，对未来的经营不造成压力。而从2008年开始，公司在派现的同时还进行转增，见表6-5。转增股本来自于资本公积，它并没有改变股东的权益，但却增加了股本的规模。转增会使公司每股收益下降，但是也可以降低股票价格，增加股票交易活跃程度。

(四)H股上市过程

2002年7月20日，中兴通讯董事会提出了H股的预期发行方案，发行初步计划于2002年第四季度完成。董事会阐释了此次募集资金的用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

途，主要是用于研发项目，扩大企业经营规模所需的新增投资和运营资金，以及战略性并购项目。然而，方案刚提出，就遭到了以证券基金为首的机构投资者的反对，同时他们还采取了一系列的反对行动。最终，公司董事会在 2003 年上半年做出决议，终止了此次 H 股的发行计划。

证券投资基金、证券公司等机构投资者为首的绝大多数流通股股东极力反对此次 H 股发行，其最直接的原因在于机构认为由于 A 股市盈率远高于 H 股市盈率，中兴通讯若以 A 股的同样资产发行 H 股，将会摊薄 A 股股东的回报，有损于现存流通股股东的利益。此外，他们还认为中兴通讯经营层可以通过 H 股发行获得巨大的收益，也即是所谓的“圈钱套现”。当流通股股东的利益与管理层、大股东的利益出现了偏差时，为了维护自身的利益，以机构投资者为主的流通股股东就开始采取行动。

在 2002 年 8 月 20 日的临时股东大会上，以汉唐证券为代表的流通股投资者要求进行两次表决，即到场所有股东表决和流通股股东表决，但最终未能成功。股东大会上行动失败之后，数十家机构投资者又联名上书中国证券监督委员会要求审慎看待中兴通讯发行 H 股，保护中小投资者的利益；而且他们还将根据公司章程在一年的有效期内不断地要求公司召开临时股东大会和类别股股东大会，坚决不让中兴通讯 H 股发行成功。此外，以基金为首的机构投资者也以清仓的方式通过股票市场来表达自己对中兴到 H 股上市的不满。机构投资者大量抛售中兴通讯股份，在二级市场上给公司带来了巨大的影响，公司在董事会 H 股发行首次公告日前 20 天至后 60 天内的累积收益率开始连续下跌，同时，从 7 月 20 日公司公布 H 股发行公告以来，公司 A 股股价第二天就跌破 20 元，到年底，股价跌至最低端的 12.85 元。

总之，经过机构投资者和公司管理层在二级市场上的博弈，2003 年上半年，中兴通讯最终停止了 H 股发行计划。

2004 年 12 月 9 日，中兴通讯在香港联交所挂牌交易，成为内地首家由国内 A 股上市公司成功实现在香港主板上市的企业。市前交易时段报收 24.3 港元，较 22 港元的发行价高出 2.3 港元，涨幅 10.5%。中兴通讯此次上市共发行 1.41 亿股股票，占其扩大后股本的 15%，融资额达到 3.98 亿美元，合 31 亿港元。

此次中兴通讯 H 股上市顺利进行，一方面是由于行业前景向好，公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司质地业绩优良，因此受到香港投资者的追捧；另一方面中兴通讯也恰好赶上了全球通信产业的回暖、岁末港股的强势增长以及人民币升值预期等诸多利好因素。对于H股上市筹集的资金，中兴通讯计划资金的60%用作开拓国际市场、营销以及国内外3G市场的开发，余下40%则用于新技术的开发。

三、H股上市的影响

(一)A股相对于H股溢价率的变化趋势

本章计算中兴通讯自H股上市以来第t月A股相对于H股的溢价率时，使用的是复权数据，同时，H股的价格也经过了汇率调整。A股溢价率计算公式为$PRE_t=(P_t^A-P_t^H)/P_t^H$，其中，$PRE_t$表示公司第$t$月的$A$股溢价率，$P_t^A$表示公司第$t$月的平均收盘价，$P_t^H$表示经过汇率调整后公司第$t$月的平均收盘价。根据公式$PRE_t=(P_t^A-P_t^H)/P_t^H$，可以计算出中兴通讯$A$股相对于$H$股的溢价率，见图6-9。

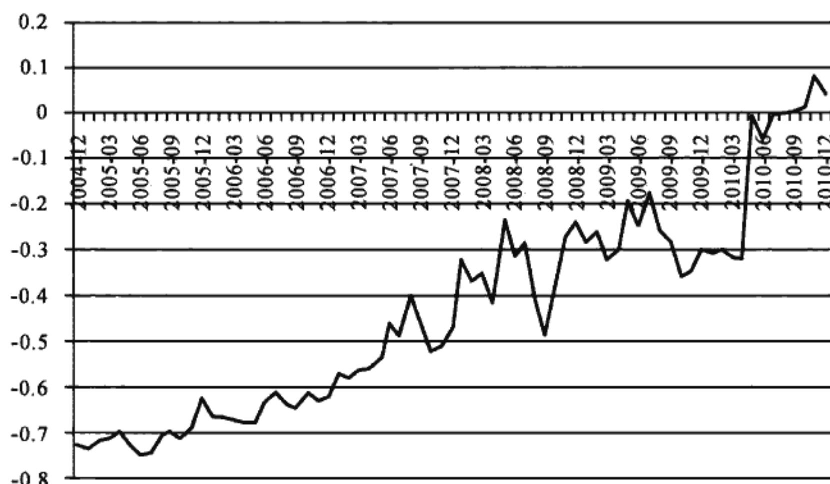


图6-9 中兴通讯A股相对于H股溢价率的变化趋势图

从图6-9可以看出，作为第一家从A股走向H股的公司，中兴通讯自2004年12月中兴通讯在香港上市以来，一直到2010年6月左右，公司A股相对于H股的溢价率都是负的，也就是说，和大部分双重上市的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业不同，中兴通讯的A股相对于H股表现为折价。不过，A股的溢价率虽然大部分都是负数，但其整体上是呈上升趋势。2010年下半年开始，A股相对于H股的溢价率开始为正，即A股的价格开始高于H股的价格。然而，A股的溢价率并不高，最高为0.08左右，也就是说，到2010年末，中兴通讯A股和H股的股价基本一致，在某种意义上来说，这是双重上市公司股价较为理想的一个状态。

（二）发行H股后中兴通讯的财务状况

中兴通讯H股上市后，股价的变动是股票投资者较为关注的问题。而另一个值得关注的地方就是双重上市后的公司本身的经营状况。表6-6列出了公司2007—2009三年的财务状况。

1. 偿债能力

速动比率主要考虑的是变现能力较强的流动资产（现金、有价证券和应收账款等）与流动负债的关系，因此比流动比率更能透彻地衡量变现能力。中兴通讯2009年的速动比率为112.6%，高于行业平均值81.6%，略低于行业良好值122.5%。所以，中兴通讯的该项指标是令人满意的。

资产负债率通过显示企业债务融资占总资产的百分比，突出债务融资对企业的重要性。中兴通讯2009年的资产负债率为73.7%，高于行业平均值50.3%，属于较差的水平。资产负债率越高，财务风险也就越高。因此，中兴通讯面临着相对较高的财务风险。

现金流动负债比率从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。中兴通讯2009年的现金流动负债比率为9.1%，低于行业平均值41.9%，因此，中兴通讯用现金偿还短期债务的能力较差。

利息保障倍数将企业的财务费用与偿付该费用的能力联系起来。通常该比率越大，企业顺利偿还借款利息的可能性就越大。中兴通讯2009年的利息保障倍数为6.2，高于行业平均值4.2，等于行业良好水平值，因此其偿付能力显示了良好的安全性。

总体来说，中兴通讯的资产流动性较好，偿还财务费用的能力较强。不过，公司没有足够的现金偿还短期债务，财务风险也高于行业平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-6 中兴通讯与电信业财务对比表

2009 电信业财务数据	中兴通讯财务数据							
	2007	2008	2009	优秀	良好	平均	较低	较差
一、偿债能力								
流动比率(%)	145.6	142.0	135.3	—	—	—	—	—
速动比率(%)	120	112	112.6	152.6	122.5	81.6	64.8	53.5
资产负债率(%)	67.1	70.1	73.7	35.1	43.9	50.3	58.9	65.6
现金流动负债比率(%)	0.4	12.2	9.1	53.7	50.2	41.9	18.9	−4.2
利息保障倍数	7.2	4.9	6.2	7.6	6.2	4.2	2.5	−1.6
现金比率(%)	30.1	37.8	34.3	—	—	—	—	—
产权比率(%)	203.9	235	280.8	—	—	—	—	—
二、盈利能力								
销售毛利率(%)	33.9	33.4	32.6	—	—	—	—	—
销售净利率(%)	4.2	4.3	4.5	—	—	—	—	—
营业利润率(%)	5.0	5.1	5.5	41.2	34.2	25.2	16.1	2.9
总资产报酬率(%)	6.3	6.6	6.8	12.3	9.5	4.2	1.7	−4.7
净资产收益率(%)	12	13.6	16.3	13.8	10.5	6.1	2.2	−5.3
资本收益率(%)	151.2	142	147.2	17.1	13.2	8.6	2.8	−4.2
盈余现金保障倍数	0.1	1.9	1.4	5.3	3.2	1.7	0.8	−2.2
资产净利润率(%)	4.4	4.2	4.5	—	—	—	—	—
三、营运能力								
应收账款周转率(次)	5.6	5.2	4.8	13.8	9.4	7.3	4.9	2.3
流动资产周转率(次)	1.4	1.2	1.2	1.7	1.2	1.0	0.7	0.4
总资产周转率(次)	1.1	1.0	1.0	0.8	0.5	0.4	0.3	0.2
资产现金回收率(%)	0.2	7.1	5.4	19	12.5	6.3	2.5	−3.1
存货周转率(次)	5.9	4.1	4.4	—	—	—	—	—
四、发展能力								
销售(营业)增长率(%)	49.8	27.3	36.1	12.8	8.3	4.2	−8.9	−18.2
总资产增长率(%)	52.1	29.8	34.3	9.2	6.2	3.8	1.2	−9.8
资本保值增值率(%)	113.8	118	118.2	112.8	109.2	104.8	100.5	93.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

2009 电信业财务数据	中兴通讯财务数据							
	2007	2008	2009	优秀	良好	平均	较低	较差
营业利润增长率(%)	134.0	24.4	65.7	8.3	5.9	2.9	−3.7	−10.5
资本累积率(%)	13.8	17.8	18.2	—	—	—	—	—

数据来源：Wind 资讯。

2. 盈利能力

营业利润率是衡量企业经营效率的指标，反映了在不考虑非营业成本的情况下，企业管理者通过经营获取利润的能力。中兴通讯 2009 年的营业利润率为 5.5%，低于行业平均值 25.2%，因此公司的经营效率有较大的改善空间。

总资产报酬率评价了企业运用全部资产的总体获利能力。中兴通讯 2009 年的总资产报酬率为 6.8%，高于行业平均值 4.2%，因此公司的总体获利能力较强。

净资产收益率反映的是股东权益的收益水平。中兴通讯 2009 年的净资产收益率为 16.3%，高于行业平均值 6.1%，甚至高于行业优秀值 13.8%，因此，公司运用自有资本的效率是相当高的。

资本收益率反映了企业运用资本获得收益的能力。中兴通讯 2009 年的资本收益率为 147.2%，远远高于行业的优秀值 17.1%，因此公司自有投资的经济效益非常好，投资者的风险也很低。

盈余现金保障倍数反映了企业当期净利润中现金收益的保障程度。中兴通讯 2009 年的盈余现金保障倍数为 1.4，略低于行业平均值 1.7，因此公司经营活动产生的净利润对现金的贡献水平一般。

总的来说，中兴通讯的盈利能力水平在行业中处于较为领先的水平。除了营业利润率指标之外，其他的盈利能力指标都支持这一结论。

3. 营运能力

应收账款周转率反映了应收账款的质量和企业收账的水平。中兴通讯 2009 年的应收账款周转率为 4.8，低于行业平均值 7.3，因此公司的应收账款周转速度与行业平均水平相比过于缓慢。可能是由于公司的收账政策较为松懈，也可能是由于存在大量过期的账款仍未收回。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动资产周转率反映了企业流动资产的周转速度。中兴通讯 2009 年的流动资产周转率为 1.2,高于行业平均值 1.0,等于行业良好值 1.2。由此可以看出中兴通讯流动资产使用水平较高。

总资产周转率表示企业利用其总资产创造销售收入的效率。中兴通讯 2009 年的总资产周转率为 1.0,远高于行业平均值 0.4,也高于行业优秀值 0.8,因此公司的销售能力很强,资产利用效率也很高。

资产现金回收率反映了企业全部资产产生现金的能力。中兴通讯 2009 年的资产现金回收率为 5.4,略低于行业平均值 6.3。由此可以看出,公司资产产生现金的能力一般。

总的来说,中兴通讯的流动资产和总资产的使用效率很高,不过应收账款回收效率和资金现金回收率低于行业平均水平。

4. 发展能力

中兴通讯 2009 年的营业增长率为 36.1%,远高于行业优秀水平 12.8%;总资产增长率为 34.3%,远高于行业优秀水平 9.2%;资本保值增值率为 118.2%,高于行业优秀水平 112.8%;营业利润增长率为 65.7%,也远高于行业优秀值 8.3%。因此,各个指标都表明,中兴通讯保持着迅猛的发展势头。

四、结论与启示

由于价格上的差异以及担心对每股收益的摊薄,对于内地上市公司境外上市,内地投资者基本是持质疑和不支持的态度。然而,从本节的分析看来,中兴通讯在 H 股上市后,其 A 股股价一路走高,A 股与 H 股价差越来越小,同时公司的整体经营水平也处于较为良好的状况。因此,中兴通讯 H 股的发行无疑算得上是“先 A 后 H”发行方式的成功典范。随着中国资本市场的逐步开放,国内 A 股企业在股价以及运行机制上的对外接轨已不可避免,在海外上市获得更多的融资渠道自是一种要求,因此 A 股上市企业到 H 股或者海外市场上市可能会成为以后的发展趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 交叉上市企业风险与溢价控制研究

——以红筹上市为例

第一节 企业红筹上市及其过程

一、红筹上市概况

红筹上市是一种境外间接上市的方式，是指内地企业实际控制人以个人或法人的名义在开曼群岛、英属维尔京群岛、百慕大群岛等离岸中心设立特殊目的公司(BVI)，该公司以收购、股权置换等方式取得内地企业的权益或资产，使内地企业变为外商投资公司，然后再以特殊目的公司名义到境外交易所上市。由于其主营业务依然在中国大陆，境外投资者习惯将这类上市公司称作红筹上市公司。红筹上市又分大红筹和小红筹。大红筹，是指公司股票在境外证券市场的主板公开交易，包括国有控股公司和大中型民营企业。小红筹，是指公司的股票在境外证券市场的创业板或者三板交易。

相对于境外直接上市，如 H 股上市，红筹上市的方式有效规避了中国境内企业海外上市的要求，基本规避了监管和宏观产业政策的影响(见表 7-1)。同时，离岸金融中心对在本地注册的离岸公司资金转移几乎没有任何外汇管制，对公司资金投向、运用的要求也极为宽松。因此红筹上市已成为国内民营企业海外上市的首选，截至 2004 年底已有 84 家内地公司通过红筹方式实现在香港市场上市(见表 7-2)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-1 境外上市方式的比较

	直接 IPO	红筹方式	买壳上市
操作便捷性	国内审批烦琐，标准高	增加了境外注册手续，但规避国内审批	规避了国内审批，但资产业务注入难度大
政府的标准和监管	高。十分严格，并经常受宏观产业政策影响，有不确定性	低。基本规避了监管和宏观产业政策的影响	基本规避了监管和宏观产业政策影响
费用成本	正常	增加了境外注册和收购的费用	壳成本较高
融资便利性及金额	直接实现融资	直接实现融资	一般融资难度大
操纵周期	正常	短于直接 IPO	较短

资料来源：张朝元、黄山、于波：《红筹之路：上市实务》、《融资宝典》，机械工业出版社 2007 年版，第 32—36 页。

表 7-2 截至 2004 年 12 月 31 日的红筹海外上市情况

地 区	数量(家)	可流通市值(亿元人民币)
香港	84	14962
只在新加坡上市的公司	47	454
只在美国上市的公司	36	1785

资料来源：上海证券交易所研究中心。

二、红筹上市框架及过程

(一)企业红筹上市的框架

如图 7-1 企业红筹上市一般框架为：首先，实际控制人决定将公司资产到海外上市。其次，境外注册离岸公司。离岸公司是指在离岸法区内成立的有限责任公司或股份有限公司，离岸管辖区政府只向离岸公司征收年度管理费，除此之外，不再征收任何税收，同时公司的股东资料、股权比例、收益状况等享有保密权利。三是收购境内公司的权益。即将境内企业所拥有的境内资产从法律上转移到离岸公司。四是境外发行股票。五是募集资金调回境内或自主决定投向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

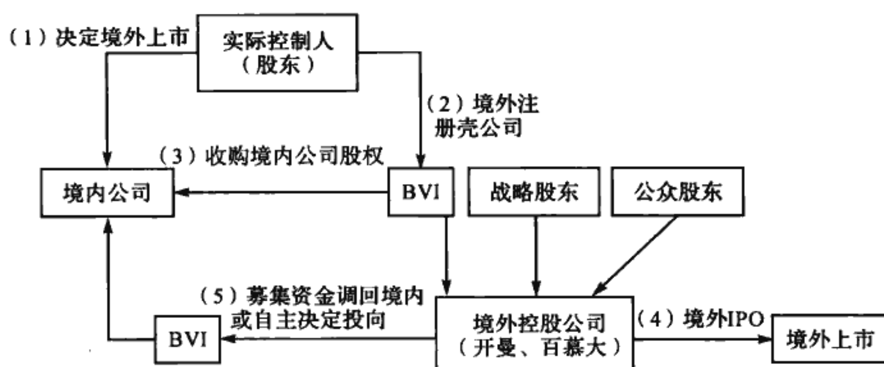


图 7-1 红筹上市框架

资料来源：洪少华：《中国企业红筹上市境外重组模式研究》，北京交通大学 2008 年硕士论文。

(二)企业红筹上市的过程

根据红筹上市的框架可以将企业红筹上市的过程大致分为 5 个阶段。

1. 决定境外上市

企业决定是否境外上市需要权衡自身条件是否适合并分析企业上市的内外部资源是否已经具备，这就需要在决策前进行有效的可行性研究。上市前的可行性研究通常包括 5 个方面的内容：(1)判断上市的必要性。境外上市对于企业来说有利也有弊，需要企业根据目前的实际情况以及未来的发展战略，权衡上市的利弊，全面分析境外上市的必要性。通常上市的有利之处在于可以拓宽融资渠道、规范企业管理制度、建立行业竞争优势，而不利之处在于上市之后会面临严格的监管和信息披露压力、潜在的恶意收购压力以及公司业绩方面的压力。(2)分析企业所具备的上市条件。企业在境外上市需要符合上市地的相关法律法规以及证券市场的上市规则，因而需要通过上市可行性研究判断企业是否符合这些条件，或者通过改制和重组等前期调整工作是否可以符合这些条件。(3)评估企业的后续发展力量。从企业所处行业的发展前景、企业的创新能力以及管理层的素质三个方面来衡量企业的后续发展力量。(4)明确企业上市后募集资金的使用方向和具体项目。(5)上市地点评估与选择。根据企业所从事的行业、产品所面对的市场、企业净利润、筹资规模等因素选择

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合适的证券市场。

在决定境外上市后，企业就要开展与上市有关的工作，包括上市前的准备工作、上市申请工作以及招股挂牌和上市后的持续工作，由于工作量较大，企业需要聘请有能力的中介辅导机构，协助企业设计整个上市流程及相应整改方案，并在项目的进展中共同完成上市的各项工作。

2. 尽职调查

尽职调查又称细节调查、核查，是由各中介机构在正式开展上市工作之前，需要依据本行业公认的执业标准，以应有的职业谨慎、自己的职业道德，从法律、财务、证券交易所和投资者的角度对发行公司的一切与本次上市有关的事项进行现场调查和资料审查。

尽职调查既是现代证券法制维护社会投资公众的基本利益在程序上的要求，也是投资银行避免风险、保护自身利益的要求，还可以维护投资银行客观公正地位的要求。尽职调查一般包括：发行人的基本情况、公司本次发行股票的有关情况、公司业务情况和公司财务情况。

在经过审慎的尽职调查后，中介机构需要根据调查结果制订出详尽可行的上市方案，用以指导今后的上市工作。上市方案一般由投资银行会同上市公司上市工作小组、律师、注册会计师、评估师共同制订，其内容通常包括六个方面：行业概况，包括行业现状、前景及主要竞争性；上市模式和目标市场；公司改制和重组的目标、股权结构的调整、资产重组的原则及内容、重组中应注意的问题；在目标证券市场发行上市的相关事宜；工作程序和时间表；上市项目实施工作团队组织及职责。

3. 海外注册和重组

红筹上市的第三步是境外注册离岸公司，并通过离岸公司收购境内公司股权，这一过程也同时实现了资产重组。海外重组是为了使企业的业务和组织框架符合上市地相关法律、法规的要求，对企业进行架构设计和调整。按照并购方式的不同，海外重组通常可以分为股权并购和资产并购两种模式。其中股权并购又包括协议购买或置换境内企业的股权、认购增资等方式；资产并购包括在境内设立外商投资企业及通过该企业购买或协议控制境内资产、协议购买境内资产即以该项资产投资设立外商投资企业。相对来说股权并购操作直接简便，而资产并购能够剥离土地、办公用房等非核心资产，降低离岸公司的收购金额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006 年 9 月，商务部、国资委、证监会、外管局、国家税务总局、工商总局联合发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》(简称“10 号文”)第十一条规定:“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。”该文件增加了红筹上市过程中境外重组的难度，据统计自其正式出台至今还没有一家境内企业经商务部批准完成了“10 号文”框架下标准的红筹结构搭建。这使得很多企业的海外重组选择了 VIE 模式，在这种模式下境外注册上市的公司和在境内进行运营业务的实体相分离，外资企业虽然无法通过股权控制内资企业却可以通过特定协议获得特定企业的经营控制权。

表 7-3 和表 7-4 列示了适用于“10 号文”的外资并购类型：

表 7-3 适用“10 号文”的外资并购类型

类型	适用被并购企业	方式	允许的支付对价手段
股权并购	境内公司(非外商投资企业)	购买股权	外汇、外国投资者来自境内的人民币利润(经外管局批准)、外国投资者拥有处置权的股权
		认购增资	
资产并购	境内企业	买资产设立外商投资企业	外汇、外国投资者来自境内的人民币利润(经外管局批准)
		设立外商投资企业买资产	

表 7-4 适用“10 号文”的其他类型

类型	适用“10 号文”的条件	涉及规定
外商投资性公司并购境内企业	适用	《商务部关于外商投资举办投资性公司的规定》《外商投资创业投资企业管理规定》
外国投资者购买境内外商投资企业股权或认购境内外商投资企业增资	优先适用现行外商投资企业法律法规和外商投资企业股权变更的相关规定，其中没有规定的，参照“10 号文”规定	《外商投资企业投资者股权变更的若干规定》
外商投资企业吸收合并境内企业或收购境内企业	优先适用关于外商投资企业合并、分立的相关规定和关于外商投资企业境内投资的相关规定，其中没有规定的，参照“10 号文”规定	《关于外商投资企业合并与分立的规定》《关于外商投资企业境内投资的暂行规定》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

类 型	适用“10 号文”的条件	涉及规定
外国投资者并购成立外商投资股份有限公司	优先适用关于设立外商投资股份有限公司的相关规定，其中没有规定的，适用“10 号文”规定	《关于设立外商投资股份有限公司的若干问题的暂行规定》

4. 审批和上市

红筹上市首先需要在境内通过包括申请赴境外设立或控制特殊目的公司、境外投资外汇登记手续、申请出售境内公司成为外商独资或控股公司以及反向收购后的外汇登记变更手续等方面的审批。境外方面不同的证券市场各有不同的规定，香港联交所上市申请程序如表 7-5。

在获准公开发行股票上市后，企业就需要开展路演推介来吸引公众的投资兴趣。它有助于投资者与上市企业之间的沟通和交流，以保证股票的顺利发行。在上市公司发行销售工作中，股票价格的确定也是一个关键问题，这一般是由承销商和发行公司共同协商确定。成功发行股票后企业需要向相应的证券管理机构申请挂牌。

5. 募集资金调回境内或自主决定投向

企业实现海外红筹上市后企业可以将募集资金调回境内或留在境外，但都需要通过外汇管理局的审批。相关的法规有《国家外汇管理局、中国证监会关于进一步完善境外上市外汇管理有关问题的通知》《国家外汇管理局关于境外上市外汇管理有关问题的通知》。

表 7-5 联交所上市申请程序

日 期	步 骤	要 求
H－25	向联交所申请排期	缴首次上市费的全数；H－25 作上市排期申请；较完备的招股章程草稿及上市时间表初稿；所要求的营业记录时间，首两年的经审计账目副本；有关发行人于上市后的关联交易建议的书面陈述
H－20	文件提交（第一部分）	所要求的营业记录尚余期间的账目及账目调整表草稿；公司章程大纲及细则、备忘录或同等文件的初稿
H－15	文件提交（第二部分）	盈利预测的备忘录初稿；董事/监事者有关其他任何业务的正式声明及承诺书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

日 期	步 骤	要 求
H－10	文件提交(第三部分)	《公司条例》规定的附件文件提交正式上市通告的初稿；认购证券申请表格初稿；证券的所有权文件或证书的初稿
H－4	正式上市申请	正式签署《上市协议》在内的有关文件的最后定稿
	上市科推荐或拒绝申请	拒绝可选择提交上市委员会复核
H	上市委员会聆讯	
	批准	依据《公司条例》将招股章程注册；向联交所提交所需的正式文件
	发行招股书及上市通告	
	证券开始买卖	营业日(联交所开市进行证券买卖的日子)

资料来源：石建勋、陆军荣：《中国企业国际资本市场融资：路径、案例与操作方案》，机械工业出版社 2006 年版，第 112—120 页。

第二节 企业红筹上市的风险

企业红筹上市过程面临着不同的风险，根据风险的来源可将其分为内部风险和外部风险。其中内部风险是由于企业在红筹上市过程中内部治理和流程操作上产生的风险，而外部风险则是来自于外部环境的不确定因素和其他不利因素，具体如表 7-6。

一、内部风险

(一)内部操作风险

1. 中介选择的风险

由于海外证券市场的法律环境与国内有很大差异，加上一般的国内企业并不了解上市地的审批程序和监管规定，因此，有必要聘请一些熟悉海外市场上市程序和完整流程的中介机构来帮助企业完成红筹上市的各项工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

红筹上市过程中需要的中介机构包括：财务顾问公司、保荐人、证券承销商、律师事务所、注册会计师事务所、评估师等。其中投资银行一般可以作为财务顾问和保荐人，他不仅对企业上市过程中的改制重组起到重要影响而且对其他中介机构还起到统领和协调组织的作用。因而投资银行的选择是一项事关上市成功与否的关键工作。有实力的大型国有企业可以聘请像高盛、美林这样国际一流的投资银行，但对于大部分的中小民营企业而言这些投资银行不仅收费标准高而且其对所选择的企业还有很严格的准则，所以这类投行一般不是中小民营企业的选择。而大量中小型的中介机构鱼龙混杂，他们不一定有非常好的资产重组经验，其运作框架也可能不适合企业，甚至许多中小企业在上市的过程中被黑中介欺骗也是常有发生。因而，如何选择合适的中介机构防范中介选择风险是企业在红筹上市过程中需要加以考虑的。

表 7-6 企业红筹上市过程中的风险分类

风险类型		风险名称
内部风险	内部操作风险	中介选择风险
		上市地点和时机选择的风险
		重组风险
	治理风险	信息披露风险及法律风险
		经营风险
外部风险	市场风险	汇率风险
		上市成本风险
		并购风险
	政策风险	
	引入境外投资基金的潜在道德风险	

资料来源：林洁雷：《企业红筹上市过程中的风险与对策研究》，《企业研究》2010 年第 8 期。

2. 上市地点和时机选择的风险

企业在境外上市的过程中对于上市地点的选择也会影响筹资的结果。不同国家的市场在上市费用、法律环境以及投资者的偏好方面都会有所差异，企业在考虑上市地点的时候如果不能清楚考虑这些因素的影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响就可能会导致上市的失败或者上市后不能很好地实现融资。另外，企业的战略规划也是影响上市地点选择的因素之一，不合适的上市地点可能会影响其长期战略规划的实现。

企业上市的时机选择也会存在一定的风险，因为宏观的环境因素也会对上市的结果产生很大的影响。一个典型的例子是 2002 年中国电信申请在香港和纽约上市，但当时电信板块正受严重打压，使得最后没有完成预定招股数量，上市第一天股价就跌破了发行价，融资效果大打折扣。

3. 重组风险

一般企业在上市过程中为了适应上市地对于业务构成和内部治理等方面的要求需要对企业进行重组。在红筹上市中重组发生在特殊目的公司并购境内企业的过程中，包括企业的股权重组和业务重组，以及由此导致的财务调整。在重组过程中会牵涉到公司内部治理方面的问题，如部分民营企业由于家族式管理导致股权过分集中，这会对投资者的决策造成负面影响。

在业务重组上如果不能突出核心业务，体现自身的优势就会很难得到投资者的认可。这个问题在部分盲目追求多元化的民营企业中尤为突出，虽然从财务报表上看利润很可观，但主营业务不一定很强。另外，重组中可能存在的同业竞争和关联交易问题也会是成功上市的障碍。

（二）治理风险

1. 信息披露风险及法律风险

在海外市场上市的企业面临着比国内上市严格的信息披露要求，企业在遵守我国会计法规的同时还必须按上市地的要求披露相关会计信息。一般披露的内容包括：派发股息及业绩状况、重大收购及重要资产出售、股权重大转让、业务范围变动、高级管理层变动、利益关联人的交易、对传闻的澄清等，此外，还要定期向监管部门呈交年报和中期报告。

这一方面容易让竞争对手获得公司发展的重要商业信息，从而增加企业的竞争压力并在一定程度上削弱企业的抗风险能力，另一方面也使不适应这种高透明度运营的企业因为必须要及时、准确、全面地披露相关信息而面临着可能的诉讼风险。如网易 2001 年在纳斯达克的财务风波就曾让其面临要停牌的危险。境外投资者相对来说有着更成熟的投资理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念，也有很强的自我保护意识，当他们的权益受到公司的侵害时会通过诉讼的方式索赔。中国人寿、创维数码等国内企业就曾遭遇过国外股民的集体诉讼，足见信息披露的风险不容忽视。

信息披露所导致的诉讼风险让我们不得不考虑红筹上市的法律风险。有分析（巴曙松，2006）认为国外的法律环境要严于内地，对于选择境外上市的企业来说就要面对较高的诉讼风险和合规成本。

2. 经营风险

企业在选择境外上市的过程中首先要明确其上市的目的，从而将境外上市纳入其长期的战略规划中。但是许多的国内企业选择境外上市只是为了“圈钱”，在资金运用和风险控制上没有做好，从而导致将资金投到不合适的地方造成企业经营不力，使企业面临投资者的质疑甚至摘牌的风险。究其原因在于国内企业在公司治理方面还不够完善，使得企业的战略决策带有随意的色彩。在这个问题上中航油事件是一个很大的教训，原本希望通过在境外上市实现公司治理改进的中航油却由于高管层违规介入投机交易而导致企业的巨额亏损，以至面临破产的境地。

二、外部风险

（一）市场风险

1. 汇率风险

红筹上市的最后一步是要将募集资金调回境内，这时汇率的波动会直接影响筹资的实际数量。因而企业需要通过合理的措施对汇率风险加以防范。

2. 上市成本风险

与内地市场相比，海外上市的成本要高很多。海外上市不仅要承担高额的上市费用，其维持成本也很高。例如在美国纳斯达克上市的成本是总融资额的10%以上，而在香港主板上市成本更是高达20%。另外，香港市场每年的维持费用大概是200万～300万港币，而美国的市场更是不低于1000万人民币/年。此外，为适应海外市场的监管制度进行内部治理调整和财务报告处理等不宜用货币度量的成本也是需要加以考虑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些成本对于大型国有企业也许并不算太大，但对于希望通过海外上市融资的中小民营企业来说无疑会是很大的压力，甚至会得不偿失。另外从资本成本角度来看，实证研究（Urias，1996）发现海外上市增加了企业的资本成本，使其融资效果大打折扣。因而，上市成本风险是在上市过程中不容忽视的风险。

3. 并购风险

恶意收购是一般上市公司都可能面对的风险，对于在国外市场上市的企业来说，遭受外国同行或其他公司恶意收购的风险就大大增加了。他们往往利用企业经营不善或其他问题而导致股价下跌的机会来实行收购或控制。例如正中药业就是在海外上市后因为自身问题而被恶意收购。另一方面大量在境外上市的内地企业的价值都或多或少地被低估，这也增加了在境外市场被并购的风险。

近年来，越来越多的外国企业特别是世界 500 强对中国的企业展开了一波又一波的并购热潮，作为行业龙头的企业更是外资的首要目标。因而，对于选择在美国等跨国公司和世界 500 强较多的国家上市的企业来说，并购风险该是重要的考虑因素。

4. 政策风险

根据 2006 年由商务部等六个部委出台的《外国投资者并购境内企业的规定》，外商投资项目分为鼓励、限制和禁止三类。红筹上市过程中特殊目的公司在并购国内企业的股权时需要注意该企业是否处于限制和禁止外资并购的行业。处于此类行业的企业需要慎重选择并购方式，比如可以通过“协议安排上市”的方式来实现间接并购。另外在现有政策环境下，在境外柜台市场挂牌交易的公司不能通过跨境换股的方式实现换股并购国内企业。

（二）引入境外投资基金的潜在道德风险

红筹上市的流程中第三步海外重组可以采用股权并购和资产并购两种方式。除了股权并购中置换境内公司股权的方式可以不必动用外汇，其他方式均需用到大量的外汇资金。但国家对特殊目的公司置换境内公司股权也有一定限制（《外国投资者并购境内企业的规定》）。对于不宜或不决定采用置换股权方式的企业来说并购前要面对的一大问题就是如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得足够的境外资金。目前一般采用的方式是过桥贷款和引入战略投资者，这两种方式都涉及到境外投资基金。

在引入境外投资基金的过程中会存在一定的风险。境外投资基金一般包括风险投资基金和私人股权基金，其中前者倾向于以提供过桥贷款的方式来实行投资，而后者倾向于掌握被投资方的股权。不管采用何种方式，境外投资基金都是尽可能地追求利润和降低风险，因而存在着潜在的道德风险。例如，在融资协议中加入对我方不利的保留条款，或者通过融资的方式获得企业的控制权。后者在科技型企业的红筹上市过程中比较常见，投资基金可以通过获得控制权的方式来掌握企业的核心技术。所以在引入境外投资基金的过程中要注意防范其潜在的道德风险。

三、风险之间的关系



图 7-2 公司治理与公司管理

内部风险中，治理风险根源于治理结构设计的不合理或代理人的道德风险，而内部操作风险根源于人员和程序的因素。两者存在着一定的关联，一方面公司治理结构的设计中包含了风险管理的部分，如风险管理委员会和审计委员会，因而，公司治理中涉及风险管理的部分会通过风险管理体系来影响操作风险；另一方面公司治理同公司管理存在着战略管理这一共同领域（见图 7-2），通过影响战略决策，公司治理层面的其他因素也会影响操作层面。因而公司治理风险同内部操作风险之间存在着如图 7-3 所示的关系：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

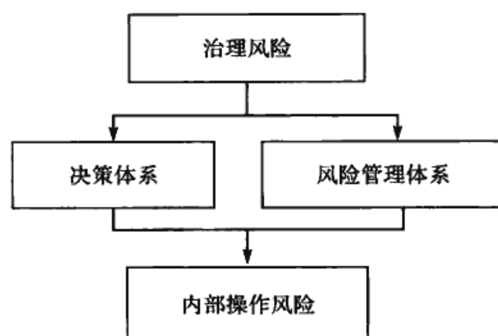


图 7-3　治理风险与内部操作风险

资料来源：严晖：《公司治理、公司管理与内部控制——对 COSO 企业风险管理框架(ERM)的分析》，《财会通讯》2005 年第 4 期。

外部风险主要来源于外部环境的不确定因素，需要风险管理体系对其进行有效的监测。因而治理风险也会在一定程度上通过风险管理体系影响外部风险。

第三节　企业红筹上市的风险与溢价控制

一、整体策略

前文通过内部因素的研究发现，公司治理综合变量对 AH 股交叉上市溢价存在显著的负向影响，而且各内因变量的检验中管理层持股比例和独立董事比例对溢价也存在显著的负向影响。说明公司治理的改善在一定程度上可以降低溢价。结合红筹上市的风险控制，本文试图探讨企业在红筹上市的过程中通过过程设计来实现溢价控制方式。

从溢价控制的角度来看，企业在红筹上市的重组过程中应改善公司治理结构，在一定程度上提高独立董事比例和管理人持股比例。而从风险控制的角度来讲，治理风险和风险管理体系对企业红筹上市的整体风险有着重要影响。因而需要从改善公司治理和加强风险管理入手进行风险防范。从两者的关系上看，它们存在互相促进互相制约的关系。企业应在董事层改善公司治理结构，优化股权结构并完善激励约束机制，树立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险管理意识，同时在经营层面强化风险管理与内部控制。通过建立对内外部风险的评价指标，对企业的内部条件和外部环境进行评估和监测，并对部分潜在的风险预先设立风险预警机制，以在风险萌芽时便能够加以处理。根据前文对红筹上市中常见风险的分析，以下提出了一些对红筹上市风险的应对之策。整体策略如图 7-4：

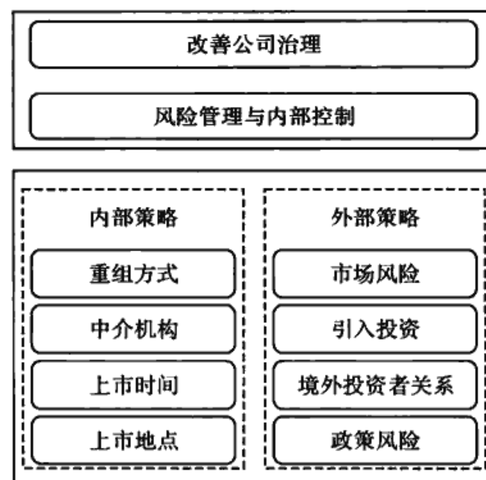


图 7-4 企业红筹上市风险与溢价控制的整体策略

资料来源：林洁雷：《企业红筹上市过程中的风险与对策研究》，《企业研究》2010 年第 8 期。

二、溢价与风险控制的总体策略

（一）制定清晰的发展战略

企业在选择境外红筹上市前应首先明确上市的目的，如下类型的企业不适合境外红筹上市：主营业务不清晰、以“圈钱”为目的、处于创业阶段，这类企业可以通过其他方式来实现融资，而选择境外红筹上市无疑会存在较大的运营风险。

另外企业还应有清晰的发展战略和明确的实施计划，从而保证募集的资金能有合理的投向。

（二）加强风险管理与内部控制

面对上市过程中的诸多风险，企业应有一套有效的风险管理机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险管理涉及企业经营的各个方面，因而是一项系统工程。而目前许多境内企业，尤其是民营中小企业并没有科学的风险管理制度，因此要特别加强风险管理制度的建立和实施。

企业的风险管理制度要从建立相应的组织架构开始——例如有条件的企业可以成立风险管理委员会，建立包括风险识别、风险测评、风险应对和风险监控在内的企业风险管理体系，明确管理层和业务部门的管理职责、规章制度和量化风险管理评价体系及措施，确保风险管理制度被切实执行并不断加以完善。

另外在全面风险管理中内部控制是重要的组成部分。美国的萨班斯法案规定在美国上市的公司应按要求建立和维持严格的内部控制制度，这对赴美上市的企业无疑是一种硬性约束。而许多其他的发达国家也在拟定类似的法规，所以加强内部控制制度是企业境外上市的重要工作之一。企业必须建立完整的内控测评机制，同时进行相应的人员培训并聘请外部专家。

（三）改善公司治理

目前大量境内企业在公司治理方面存在问题，这对境外上市造成了很大的障碍。尤其是许多民营中小企业延续着家族式管理模式，存在股权过分集中、任人唯亲并且对职业经理人没有健全的激励机制，导致企业决策不民主不科学。因此，需要从以下几个方面完善公司治理：

首先，应建立合理的股权结构，实现一定程度的股权分散化。同时为保持合理的管理层持股比例，企业可以通过在上市过程中实施股权激励计划来提高管理人持股比例。

其次，要建立具有独立性和权威性的内部监督机制。不同的海外市场对监督机制的要求不同，例如美国要求设立独立董事，并保持一定的比例，而像德日则要求设立监事会。

再次，应增强公司内部对经营层的激励，建立有效的激励机制。有效的激励可以激发经营层的积极性，合理的激励机制也可以将经营层的利益同股东的利益联系起来，例如期权激励。另外激励机制的设计应强调长期利益，以避免经营管理层为短期利益而操纵公司经营和财务报表。

在改善内部治理的同时还应加强信息披露程度，针对不同市场的要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求可以通过与境外专业中介机构合作，聘请有较高信誉度的专业律师、分析师对企业信息在向外界披露时进行必要的审核，以保证信息披露的质量达到相关监管要求，避免引起法律纠纷。

三、风险控制的局部策略

(一)内部策略

1. 重组方式的选择及关注点

在海外重组中按境内企业与境外公司关联方式的不同，通常采用四种重组模式：控股上市、附属上市、合资上市和分拆上市。企业可以根据自身的情况选择合适的重组方式，一般为了突出主营业务以达到海外市场的要求，大部分企业会选择分拆上市的方式。

重组包括了股权重组和业务重组。股权重组上应注意解决股权过分集中的问题以符合海外市场的相关要求，而业务重组上应突出主营业务。海外投资者非常关注上市公司主营业务的赢利能力，但许多境内的民营企业存在盲目多元化的现象，在重组过程中应剥离对利润贡献小的非核心业务，突出主营业务的赢利能力。

另外，部分企业在业务重组中还会存在关联交易和同业竞争的问题，这也是容易导致上市失败的关注点。解决同业竞争的方法通常有：存在利益冲突的股东出让公司股份；出售存在同业竞争的关联公司；关联公司的非竞争承诺等。关联交易在一定程度上可以得到豁免，但企业必须进行详尽的披露，因而，在重组过程中应尽量减少关联交易，或者通过调整使其转化为其他形式的交易。

2. 合理地选择中介机构及上市的地点、时间

在中介选择上，如前所述财务顾问公司可以在整个上市过程中起总协调和总策划工作，因而可以先聘请一家合适的财务顾问公司，再由其协助下联系其他中介机构。在选择财务顾问公司的时候应考虑其行业经验、业内声誉、从业资格、是否既了解国内企业又熟悉海外市场、是否具备良好的国内外公共关系以及费用高低等。

在中介选择的方式上可以通过招标的方式，求多家竞标，并要求各个中介机构在投标时拿出具体的工作程序和操作方案。这样不仅给企业提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供了有关信息和知识，而且直接给了企业一个比较的基准。多家竞标的另一个重要作用是通过竞争提高了工作要求并压低了中介费用。另外在同中介尤其是财务顾问公司签订合同时应尽可能敲定工作内容、范围、期限、要求及费用。

境外上市地点的选择一般考虑如下因素：文化语言及其对中国企业的了解程度、上市门槛、上市费用及维护费用、股票市盈率及换手率、投资者偏好和监管程度。企业应根据自身的行业、利润、发展战略等条件综合考虑以上因素来选择合适的证券市场。表 7-7 是对中国香港、美国、新加坡、加拿大四地上市费用及时间的对比。

表 7-7　中国香港、美国、新加坡、加拿大上市费用及时间对比

	中国香港	新加坡	美　国	加拿大
费用率（以上市集资额百分比计）	8%—12%	5%—7%	10%—15%	10%—15%
IPO 费用绝对额（筹资 1 亿）	1000 万～1500 万港元	600 万～1000 万元人民币	平均超过 150 万美元	1000 万～1500 万元人民币
倘若未成功上市发生的必备费用	800 万港元左右	400 万元人民币左右	80 万美元左右	400 万元人民币左右
IPO 全部过程花费时间	6～12 个月	6 个月（二级市场融资时间只要 2～4 周）	6～12 个月	6 个月

资料来源：石建勋、陆军荣：《中国企业国际市场融资——路径、案例与操作方案》，机械工业出版社 2006 年版，第 107—110 页。

在上市时间的选择上要综合考虑内部因素和外部因素。内部时机是企业完成重组达到最佳经营状态，外部时机则包括了市场状况、企业宣传的时间、境外所需资料的提供时间等，另外同类股票的发行是外部时机应考虑的因素。企业应审时度势，在确定内部时机并有效地预测和把握外部时机的基础上选择最佳的融资时机。

（二）外部策略

1. 市场风险及政策风险的防范

市场风险存在一定的不可预测性，因此，需要结合风险管理的内部策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略来加以防范。可以建立一定的风险预警机制来对可能发生的外部风险加以防范。对潜在的并购风险可以采用毒丸计划和分期选举董事相结合来加以防范，而在汇率风险的管理上可以通过期权交易等方式实现套期保值。

政策风险同市场风险相似，企业不一定能准确预测国家相关政策的变化，因而也需要在风险管理上对此类风险加以监测。企业在选择红筹上市之前应了解本企业所处行业在境外红筹上市方面是否有政策限制，对于产业政策不允许外商独资和控股的行业可以采用“协议安排上市”的方式。

2. 境外投资基金的引入方式与风险防范

引入境外投资基金的选择应与企业的整体战略相符合。在引入方式上有发行普通股、可转换优先股、可转换债券和过桥贷款等多种融资方式。其中前两种方式会让境外投资者获得对企业的一定控制权，企业在选择引入方式时应考虑自身的行业特点——高新技术行业应避免控制权转移的风险，同时在与投资者的谈判中要注意对我方不利的条款。

3. 重视境外投资者关系管理

与投资者的关系决定了企业在境外市场能否长期发展，实现融资和再融资。为此，境外投资者的关系管理(IRM)成为必要的战略举措。如图 7-5 是投资者关系管理的构成。

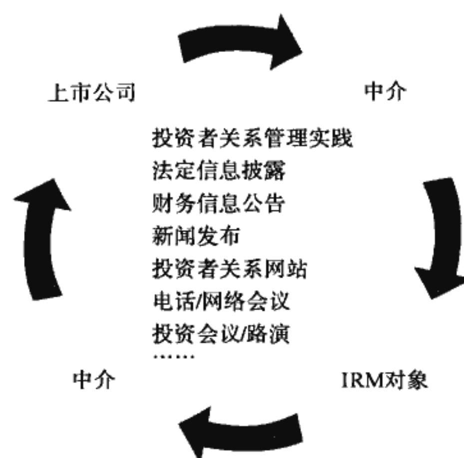


图 7-5 投资者关系管理的构成

资料来源：魏娜：《海外上市公司投资者关系管理研究》，《华中科技大学》2008 年第 4 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从图中可以看出在投资者关系管理中上市公司通过媒体、投资银行、审计师、法律顾问等第三方中介来实现同现有及潜在投资者、分析师及相关群体的信息沟通和交流。其中具体渠道包括法定信息披露、财务信息公告、新闻发布、投资者关系网站、电话/网络会议等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章 交叉上市企业监管体系应用研究

——以国际板为例

第一节 引言

根据前文研究 AH 股"同股不同价"问题可以看出，不论是市场"硬分割"还是"软分割"，都会对 A 股和 H 股的股价产生影响。"硬分割"是指人为的法律、政策、制度、成本，而"软分割"是指非制度因素或制度因素的衍生造成的市场分割，包括流动性差异、信息不对称、需求弹性差异、投资者偏好和风险厌恶程度差异等。公司在不同证券市场上市，由于两个市场不可能做到完全同步一致，因此市场分割是始终存在的，只不过是分割程度的差异。目前，离国际板的推出似乎是越来越近了，国际板上市和 AH 双重上市公司在某种程度上具有相似的特征——即都是同一家公司在不同证券市场上市。双重上市过程中出现的一系列问题也就可能在国际板建设过程中出现，甚至还会有一些新的问题。因此，本章以 AH 双重上市溢价问题的研究为基础，在国际板正式推出之前，对国际板建设的正反效应做出分析，并提出相应的建设建议。

改革开放以来，我国经济保持着高速的增长。目前，我国的经济总量已超越日本跃居世界第二。尽管我国的经济综合实力在全球市场中已具有较强的竞争力，但是我国在世界范围内配置资源的能力仍不高，在全球利益分配格局中的发言权也不够强。造成该现象的一个重要原因是我国金融市场体系的发展长期滞后于实体经济的发展，资本市场国际化程度相对较低。

因此，为了改善这一现状，2009 年 4 月，国务院出台了《国务院关于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，希望到 2020 年，将上海建设成为与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心，基本形成国内外投资者共同参与、国际化程度较高，交易、定价和信息功能齐备的多层次金融市场体系。为了贯彻该意见，上海市政府表示支持上海证券交易所建立国际板，让合适的外国企业在上海证交所上市，同时推进红筹股回归 A 股。所谓国际板，是指一国供境外企业来该国上市发行股票的证券交易市场。对中国股市而言，国际板是指境外企业在中国 A 股发行上市的板块。这些境外企业在 A 股上市后，因其“境外”性质将被划分为“国际板”。

近几年来，中国有大量的优质企业在海外上市，成为上市资源的重要输出国。企业海外上市一方面能为其提供必需的融资渠道，另一方面也能加快企业的国际化进程，完善公司治理结构。而由于我国资本市场起步较晚，发展相对落后，金融市场体系的发展速度长期滞后于实体经济的发展步伐，同时市场规模的承载能力不够，我国内陆证券市场一直没有海外上市的平台。

不过，随着大陆的资本市场在近十年来的迅速发展，我国沪深两市股票总市值已位居世界第二，这时我国就不能仅仅着眼于输出企业在海外上市，也应适当考虑海外企业来大陆上市。此外，对境外企业而言，它们到中国来上市的意愿也很强烈，比如可口可乐、汇丰银行，它们在中国的业务已经做得非常大了。联合利华、汇丰银行、渣打银行和东亚银行等表示愿意到 A 股上市。这类企业在中国上市有两方面好处：第一，上市可以提高它们在中国市场的知名度；第二，企业可以直接获得人民币资金，为它们在中国扩展业务提供很大的方便，而且没有外汇风险。这两方面的好处是非常直接的。

我国经济总量虽然位居世界前列，但是金融资本市场在世界的影响力并不大，国际大宗商品的定价权主要还是集中在美国的期货交易所，能对全球股市产生影响的交易所仍然是纽约证券交易所。因此，要想我国金融市场体系的发展不再持续落后于实体经济的发展，并且有效改变我国当前资本市场羸弱的状况，等到时机成熟时可以考虑推出国际板。另外，经过三十年改革开放的发展之后，我国已不再是一个资金短缺的国家，反而是一个流动性过剩的国家，外汇储备已位居全球第一，民间资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四处寻求新的投资渠道，从微观角度出发，推出国际板，也能为我国的资本提供新的投资标的。

第二节　国外国际板的发展回顾

世界交易所联合会的 51 家会员交易所中，超过 70%的会员交易所建立了国际股票市场，虽然专门将来自境外的上市企业划分为一个特别的板块的做法并不多。在全球市值排名前十位的证券交易所中，只有中国内地与印度的证券交易所没有境外上市公司。发达国家股票市场也都经历过市场逐渐接纳外国公司股票的历程，分析这些国家股票市场国际板的发展轨迹，对我们开设国际板具有一定的参考意义。

一、美国证券市场和伦敦证券市场

早在 1927 年就有外国公司到美国上市挂牌，但此时在美国上市的外国公司并不多，因为美国财政部在税率方面对外国股票有歧视待遇。随着 1974 年美国财政部取消对外国股票的歧视性税收待遇，外国公司方于 1977 年后较多地进入美国市场。目前，美国证券市场上市仍然是许多外国企业的重要选择，但其吸引力由于其他市场的崛起受到了不小的冲击。

最初，美国证券市场的两大法典，1933 年的《证券法》(the Securities Act)和 1934 年的《证券交易法》(the Exchange Act)，对美国发行人和外国发行人未作区别。不过，为了促进外国证券在美国证券市场上市交易，美国证券交易委员会(SEC)作出了一系列针对外国公司的通融性规定或豁免性规定。此后在有关法律进行调整时，证券交易委员会(SEC)仍然沿袭了区别对待美国发行人和外国发行人的惯例。针对 21 世纪初出现的由安然等公司造假引发的证券监管问题，美国于 2002 年通过了《萨班斯一奥克斯利法案》，取消了对外国公司的豁免或通融，全方位地加强证券监管。由此，美国监管外国发行人的政策走上了一个圆周，从一视同仁回到了一视同仁(吕炳斌，2009)。

美国证券市场监管十分严格，上市及维持费用也高，因此，越来越多的外国企业选择上市目的地时更多地将目光投向了其他市场，如伦敦交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易所等。在争夺上市资源方面，美国证券市场已经明显地落在了伦敦交易所等其他市场后面。而且，由于交易量很小，目前已经在美国证券市场上市的一些外国企业特别是欧洲企业正在考虑如何退出美国市场。而伦敦交易所在 20 世纪 80 年代中后期的“金融大变革”中对佣金制度、会员规则、开放市场通道等方面进行了一系列重大改革，并特别设立了国际股票市场，其发展的国际化趋势超越了纽约交易所的势头。截至 2010 年 2 月 20 日，在主板市场上市的 1444 家上市公司中共有 328 家外国公司，外国公司占有相当的比重(贺显南，2010)。

总之，由于美国市场的监管更加严格，一些规则与其他国家不相吻合，同时伦敦交易所的上市及维持上市的相关费用比美国低很多，因此，相对于美国市场，外国公司越来越看好伦敦证券交易所。

二、日本东京证券交易所国际板

1973 年日本开始允许外国公司在本国挂牌上市。在 1991 年最鼎盛时期，有 127 家外国公司在东京交易所挂牌交易，占总市值的 7%。随着日本泡沫经济破灭，日本投资者对外国公司股票的投资热情大大降低，随即导致外国公司迅速撤离东交所。尽管 20 世纪 90 年代后半期日本进一步实行金融体制改革，放宽管制，但无法挽救证券市场的颓势。2004 年 4 月，东京证券交易所宣布彻底改革外国公司在该交易所上市交易的制度，取消“外国部”，对外国上市公司与国内上市公司一视同仁，以促进更多外国公司在该交易所上市交易。然而，即便如此，仍不能阻止外国公司资源的流失。2005 年 2 月，东京交易所的外国企业板块被合并到其他板块。直到 2009 年 6 月，东京证券交易所总共有 2364 家上市公司，而挂牌的外国上市公司仅有 15 家。陈露(2010)认为，日本东京证券交易所国际板的发展未能按照设计者的路线演进的原因可以归纳为四点：

1. 日本复杂的金融监管体制对外国企业到日本筹资设置了重重障碍，外国公司到东交所上市并融资的条件相当苛刻，且日本相关部门的审查十分严格，使得这些外国公司只能挂牌而不能筹资，无法通过直接融资达到降低资本成本的目的，从而部分丧失了挂牌上市的意义。

2. 上市成本及维持上市交易的成本较高，上市公司难堪重负，具体原因如下：首先，时间成本高。外国公司到日本上市周期比较长，通常需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花一年半到两年的时间才能够上市；其次，外国公司需要向东交所支付高昂的上市审查费、新上市手续费、公开募股费用等挂牌上市费用，且日本的中介服务机构的费用也比较高；再者，年度上市费用等维持上市的成本不低也成为不少外国公司在东交所上市无法跨越的障碍；最后，随着监管机构对上市公司严格要求的放大，外国上市公司所须承担的监管成本也与日俱增。

3. 日本经济体相对封闭，国内市场对外资开放有限，在难以筹资的情况下，外国公司通过上市产生广告效应的动机不足，削弱了外国发行人上市的积极性。

4. 日本泡沫经济破灭致使日本本土投资者实力严重受损，对外国企业股票的投资热情极大降低，直接的后果是外国股票交易极不活跃，外国公司在东交所挂牌上市已经没有多大的意义。

不过，虽然东京证券市场的国外上市公司很少，但这并不妨碍东京成为世界级的金融中心城市。实际上，早在 20 世纪 50 年代，东京已经成为纽约、伦敦、东京的新的金三角国际金融中心之一，后来加上法兰克福、布鲁塞尔、米兰成为国际六大金融中心之一。对此，谢百三和刘美欧(2010)认为，我国是否设立“国际板”与上海建立国际金融中心的目标之间并没有必然的关系。

第三节　建立国际板的双重效应

一、正面效应

当代各国的经济竞争主要体现为金融市场的竞争。建设具有全球影响力的资本市场，不仅能服务于我国实体经济，而且能够帮助我国在全球进行资源配置。2008 年世界金融危机后，欧美部分主要国家的政府和家庭负债率都比较高，鉴于危机影响的深度和广度，这种状况还可能长期存在，这在某种意义上是中国资本市场在世界范围内发挥重要作用的外部条件。同时，中国目前积累了约 2 万亿美元的外汇储备，银行系统还有约 50 万亿元人民币的私人储蓄，这为中国加快建设国际金融中心，发挥中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国资本市场在世界资本市场的定价权提供了内部条件。当前我国的“资本要素”正在逐渐取代劳动力这一传统生产要素，成为我国新时期的比较优势。利用好这一新的比较优势，提升资本市场的国际化程度，在全球范围内吸收优质企业资源在我国国内上市，不仅能让我国经济成长也分享世界其他各国经济增长的收益，还能减少资本和金融项目顺差，减少贸易摩擦，显著增强我国在世界经济格局中的话语权和影响力。

（一）促进我国资本市场的发展

随着世界经济一体化进程的加快和全球资本市场的迅速发展，企业的上市选择不再局限于一国以内。世界证券交易所联合会[①]（WFE）的年度报告显示，在进入 21 世纪后，世界各大证券交易所的竞争日趋激烈，跨境上市公司数目也逐年增加。表 8-1 给出了 2003 到 2009 年全球证券交易所境内和境外上市公司总数，可以看出，全球交易所跨境上市公司数目逐年稳步增加。

近年来，海外证券交易所对我国上市资源进行着激烈的争夺。2007 年 12 月 3 日，纳斯达克则在北京设立代表处，12 月 11 日，纽约证券交易所北京代表处也正式开业。此外，为了争取中国上市资源，一些交易所对中国公司降低了上市门槛，例如，新加坡将原有的股票交易自动报价市场（SESDAQ）改名为凯利板，取消所有的财务准入标准，对公司规模也没有任何限制，只需要公司有运营记录即可。从这些交易所对我国上市资源的争夺中不难看出海外上市资源对各国证券交易所的重要性。建立国际板，是我国为吸收海外优秀上市资源迈出的第一步。

同时，国际板的建立会影响当前我国国内证券市场的估值体系。海外市场的平均市盈率一般低于国内市场的平均市盈率，而境外来华上市的公司大多已在海外资本市场上市。那么，这些在境内上市的外企公司的市盈率会参照海外市场上市的市盈率，而同行业的内资上市公司的整体平均市盈率也会比照国际板相应公司的市盈率。长远来看，这样会显著降低我国现行的估值水平。

---

① 世界证券交易所联合会是证券交易所的全球组织，全称为 World Federation of Exchanges，简称为 WFE，网址为：http://www.world－exchanges.org/about－wfe。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1 证券交易所公司上市数目(截至 2009 年)

年度	上市公司总数	国内上市公司总数	境外上市公司总数
2003	38287	35691	2596
2004	39086	36464	2622
2005	39357	36722	2635
2006	45211	42374	2837
2007	46492	43225	3267
2008	45846	42669	3147
2009	45358	42263	3095

当然，通过国际板引入的外资企业促进我国资本市场发展可能只是我们一厢情愿的想法而已。对外企而言，它们既没有义务更没有有效的激励机制，来帮助中国达到自己的目的。而且，从中国经济和中国证券市场的发展历史来看，外资更多的是利用中国市场的不成熟、不规范来谋求自身私利。例如，一些在自己国家没有行贿记录的大型跨国公司在中国的商业行贿行为频频被曝光。这是中国行政垄断资源过多、相关国企行政人员权力集中且不透明等制度性弊端，以及在中国对商业行贿查处处罚力度较轻所导致的必然后果。又如，中国股市曾寄希望于利用 QFII 的成熟投资理念，引导中国证券市场不断向规范化方向发展。但是，最近媒体披露一些 QFII 热衷于买卖 ST 股票以及短线交易，却显示出并不是所有的 QFII 都有坚持价值投资理念的决心，其炒作手法甚至比散户还要散户(韩迅，2009)。

(二)促进人民币的国际化

人民币国际化是中国经济充分融入国际社会的内在要求。一国的货币要成为真正意义上的国际货币，须在国际范围内行使三种货币职能：计价单位、交易媒介和价值储备。这三种职能分别对应着国际货币由低级到高级的三种形式：结算货币、投资货币和储备货币。而人民币国际化的一个基本前提就是以人民币为基础货币的资本市场的充分发展。如果人民币资产市场的发展不够充分，国外金融机构持有人民币资产面临投资渠道的约束，那么人民币自然也不能在国际范围内行使结算、投资和储备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职能。而国际板的运行将在实践层面直接推动人民币结算功能和投资功能的国际化。

境外公司在中国上市，将方便于国外投资人投资，便于国际资金的投资选择。这将直接促进三类行为：一是国际资金将其外币换为人民币，进行国内投资，这不是我们鼓励的行为，也会在一定程度上受到资本管制的约束，短期内不是主流；二是外国公司和个人将其在中国赚取的人民币留在国内投资，由于国际板相对于中国的 A 股增量有限，这一影响也不大；三是由于国际投资回报的人民币回流机制，国际板公司将其赚取的应分配利润兑换为人民币分红给股东，股东也可将其回报进行再投资，从而形成人民币与外币之间的流动机制，这是一个具有深远意义的影响（包林生和孙建波，2010）。

不过，对于国际板促成人民币国际化的问题，有学者也提出了不同的看法。戴相龙[①]（2010）认为，人民币的国际化和可自由兑换，至少还需要 15 年至 20 年。但是，现拟推出的国际板是以人民币计价，让外资公司从国家外储中兑换成美元，再投资到发达国家的建设。这在人民币尚不能自由兑换，资本项目仍然严格管制的条件下，无疑是一种变相的“资本管制放松”，将会对国家的货币政策、外汇政策带来极大的冲击和风险。这种“国际化”属于本末倒置。照理，只有当人民币实现了国际化，可以或者部分取代美元在货币体系中的地位，才能像美国那样，通过印制人民币，来换取外国在华上市企业的股权，这时的 A 股主板就自然是国际板。只有先有人民币的国际化，才有国际金融中心的称谓。而现在，却要反过来。这相当于用国家和人民的真金白银去换取国际板上市的外国企业的虚拟股权（票证）。

（三）提高我国企业竞争力

国际板的建立对我国的证券公司的发展有一定的促进作用。到我国上市的外国公司将能给国内券商带来更多的投资银行业务和经纪业务，促使其提升自身的业务素养和服务水平，进而提高整体盈利水平和国际竞争力。这样一来，投资银行业务服务对象基本是我国本土企业，且上市

① http://finance.sina.com.cn/roll/20110724/032610197434.shtml。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领域也仅仅局限于我国国内证券交易所的券商才能逐渐走出国门，进行海外企业上市的证券发行、承销业务等国际业务。

同时，优质境外企业来华上市，将能为中国投资者带来更加丰富的投资标的。当外国企业和本土企业在同一资本市场为有限的资金进行竞争，将能提高国内公司改善公司治理的动力，进而促使国内上市公司参照外企成熟的治理结构改善自身的治理水平。

(四)方便我国投资者

长期以来，我国经济增长主要依赖于劳动密集型产业的发展，同时，我国金融市场的发展滞后于实体经济的发展，对国内投资者来说，资本市场中能够投资的项目极为有限。很多国内资本因为没有找到较好的国内投资工具，在信息不对称和法律条文不熟悉的情况下，贸然出海，投资于海外市场，很多资本遭受巨大的损失。

而现在我国资本市场资金短缺的困境已经悄然发生变化，正逐步变成一个流动性过剩的“资本大国”，民间资本投资需求日益旺盛，东南沿海省份尤其是以浙江省温州市的民间资本为代表，这些民间资本在国内各个地区、行业寻求新的投资机会。而国际板的设立将能有效地缓解民间资本富余的投资需求，因为它为国内投资者提供了新的投资渠道，使国内那些缺乏海外投资经验的投资者也能够方便在本土对境外企业进行投资。同时，与仅为中国民众提供就业机会的跨国公司相比而言，国际板的建立使中国投资者也能分享跨国公司在中国开展业务形成的收益(姜涛等，2010)。

二、负面效应

(一)冲击我国资本市场

前文讲到了国际板建设对我国资本市场的好处，但凡事有利则有弊，国际板上市对我国资本市场也可能产生一定的负面冲击。

1. 对 A 股市场的影响

其他国家和地区吸引外国公司到该国或该地区上市时，大多采用国际板的形式。同时，基本都会对国际板上市企业和国内企业加以区别对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待，主要是降低标准，并不需要外国公司完全遵守本国的要求。比如，美国证券法律要求美国公司必须公布季报而国际板公司则无需遵守这个要求，这大大减轻了国际板公司在财务报表准备和季报披露方面的负担。不过，这些国家或者地区的国际板公司在所有上市公司中的比例较低，因此，适用于国际板公司特殊制度对国内公司的规章制度影响不大。

近几年许多国内企业同时在 A 股市场和 H 股市场上市。适用于国内公司的法律制度和适用于 H 股公司的法律制度并存，说明两种法律制度并不相冲突。然而，这些企业本质上仍然是中国企业，只不过股票类型不同，法律制度的差异仍然在可控范围内。而国际板公司可以是世界上任何一个国家或地区的公司，要在我国目前法律体系中创造出新的法律法规以适用于这些千差万别的公司，并且新老法规之间的差异不至于对目前国内板造成冲击，从而影响中国资本市场的整体协调发展并非易事。

同时，由于国际市场的上市公司估值比较低，而中国上市公司估值较高。目前 A 股平均市盈率大约为 18 倍，而创业板的市盈率仍高达 45 倍左右。相比之下，美国纽约证券交易所的股票平均市盈率长期保持在 15 倍以下，纳斯达克的市盈率也不超过 20 倍。大批境外公司来 A 股上市，现有的估值体系将难以承接，这就会对 A 股估值中枢造成强烈冲击，甚至导致 A 股市场大跌，这相当于是花巨资买进了巨大风险，可能造成国内 A 股进一步下跌。

再者，目前 A 股市场虽然与境外市场的联动性日益加强，但仍不完全同步。在引进境外公司上市国际板之后，有可能加大境内外资本市场的联动性。在这种情况下，一个潜在的风险是：境外金融风险向境内传导的速度将加快，力度将加大，在目前世界仍未完全走出金融危机的情况下，这无疑增加了国内金融市场的安全系数，同时，也对国家的金融监控能力提出了更高的要求。

2. 对香港金融市场的影响

虽然目前明确表示愿意到国际板上市的外国公司还不多，但国际板一旦推出，上海和香港在国际范围内争夺上市的企业资源似乎不可避免。这也是目前香港方面对上海推出国际板、建设国际金融中心存在忧虑的原因。从中国中央政府的角度来看，一方面国务院于 2009 年 3 月 25 日审议并原则通过《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》,希望到 2020 年,将上海建设成为国际金融中心,但另一方面,长期贯彻一国两制这一重要制度仍然是国家的一项基本政策,因此,应该继续维护香港的国际金融中心地位。由此可见,正确认识和解决国际板建设和维护香港国际金融中心地位的关系是国际板建设需要解决的一个重要制度问题(唐应茂,2010)。

(二)外资圈钱

目前反对建立国际板的声音中,担心国际板成为外资圈钱工具的观点很具代表性。对此问题可以从以下两个方面入手分析:一是外企在中国国际板上市的真实动机;二是中国证券市场现状是否会给国际板上市的外企提供圈钱的条件。

一般来说,企业到境外上市的目的主要包括五点:筹集发展所需资金、提高股票的流动性和分散股权结构、提高企业声誉、提升公司股票价值和降低上市成本。然而,国外企业到中国国际板上市,并不能显著提高股票的流动性和分散股权结构、提升公司股票价值以及降低上市成本。首先,中国市场容量的相对有限性使国外企业在中国国际板上市时,其发行上市的股票数量也受到限制,这就导致了外企上市提高公司股票的流动性和分散股权结构的目的都难以达成。事实上,在美国上市的一些欧洲企业就是由于上市流通量占公司股票交易总量的比重很低而考虑退出美国市场的(成锋,2004)。其次,中国市场在信息披露、投资者保护制度等制度建设方面,其规范化程度都显著低于美国、欧洲以及日本等证券市场。欧美、日本等地的企业到中国市场上市时,对企业声誉和投资者的信心不可能有直接的提升,公司股价也很难因此而上涨。最后,中国市场企业上市实行的是核准制,与许多发达国家的注册制有明显差异,同时,中国的会计体系、法律体系和西方发达国家也有较大的差异。这些都将使外企在中国国际板上市不得不承受较高的成本,因此,境外企业到中国上市也并不能明显降低上市成本(贺显南,2010)。

由此可以看出,外企在中国国际板上市,其预想目的将主要体现在融资和扩大在华影响两方面。而在国际板正式设立之前,不少外资企业就急切地表示愿意到国际板上市,也难免让人怀疑其“圈钱”的动机。

另一方面,中国证券市场的不成熟和不够规范也可能为外资“圈钱”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供便利。判断股票是否得到公允定价的最普遍接受的方法是看市盈率的高低。市盈率是指普通股的每股市价与每股收益之间的比率，反映了投资者愿意为1元的每股收益支付多少元的股票价格。我国建立股票市场近20年来，大多数年份沪深股市A股的平均市盈率水平都在30倍以上，2007年A股值达到了我国股市历史最高水平，沪综指和深综指的平均市盈率分别达到52倍和74倍(刘治兰，2008)。而在一些发达国家及地区成熟的市场上，市盈率通常保持在15倍左右，因此，就世界范围的情况看，我国股市的平均市盈率明显高于世界平均水平。

由于我国股市的市盈率较高，不少上市公司历来就把发行股票作为占有资金的手段，也就是所谓的“圈钱”。与正常融资相比，圈钱主要在动机、行为以及后果上存在显著不同，正常融资的动机是为了提高公司经营业绩，实现股东利益的最大化，而“圈钱”的动机仅仅是为了占有资金(朱云等，2009)。因此，对于国际板，余云辉(2009)认为，高市盈率让海外大企业在国内上市，等于拱手让外资从百姓手中圈走大笔宝贵的资金和储蓄。谢百三(2009)也指出，中国公司到海外上市对欧美国家毫无冲击，因为他们的市盈率普遍较低；而国外企业到中国来融资，情况则完全不同，在中国高溢价的水平下，这些企业的融资规模将是在欧美市场的好几倍，而货币形式的资本流动性最强，可以随时流走，因此，国际板很可能成为“外资提款机”。

(三)增加投资者风险

股市有最基本的两大功能即融资和投资，但就A股市场而言，明显是偏重于融资功能。一直以来，A股市场的新股发行的市盈率都远高于其他证券市场，其投资价值很低。中小投资者、机构投资者、上市公司，甚至是股市监管者，都在这个市场上进行着疯狂的投机。同时，我国信息披露机制建设远未赶上资本市场本身的发展，投资人利益保护等基本制度的建设力度也不够。证券市场监管和服务的核心任务应该是保护投资者利益，但在我国证券市场上，上市公司圈钱、内幕交易、操纵市场、欺诈行为等损害投资人利益的现象屡见不鲜。另外，我国证券市场的法律制度不健全，相关配套实施细则不具可操作性，证券市场自律能力比较欠缺，投资者权利意识比较淡薄。因此，在A股市场的基础上建立国际板进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨境证券融资活动，无论对于发行人注册地还是证券发行地来说都不是一项简易的系统工程，涉及一系列繁琐的程序。为此，王小丽(2010)讲国际板市场中投资者可能面临的风险分为四类：

(1)信息不对称性问题。正如 AH 上市公司，在不同的资本市场同时上市的公司必然会造成信息不对称现象，在中国国际板上市的境外公司也不例外。国际板市场中，由于外国公司的注册设立地在境外，一般情况下，我国境内投资者了解和知晓外国公司的经营状况、发展规划等经营信息和财务信息的渠道主要源于外国公司依据我国相关法律规则所披露的各类定期报告与临时报告。而不同国家(地区)的证券交易所对上市公司定期报告的形式以及披露时间等规定存在较大差异，对于多地跨国(境)上市的公司而言，要实现不同地域的投资者同时获得相同的上市公司信息披露内容则比较困难。

(2)投资者行使股东权益受地域性限制。在国际板市场中，国内投资者行使股东的自益权时，例如股息或剩余财产分配权，由于只涉及财务、外汇计算等问题，因此，投资者在行使权利时面临的障碍较小。然而对于作为境外公司股东的共益权，如股东大会参加权、决议表决权以及高管选举权等，由于公司注册地是在境外，这种地域性因素限制，使得国内投资者行使这些权利时经常因行使成本等问题而被迫搁置或放弃。

(3)证券监管机构的监管漏洞。在国际板市场中，跨国(境)证券发行人由于来自不同国家或地区，其注册地关于公司治理结构、证券发行上市标准、信息披露义务等规定各不相同。同时，跨国(境)证券通常涉及两个或两个以上国家或地区之间法律制度的协调与监管机构的协作。这些因素将对我国监管部门带来巨大挑战，可能会存在监管漏洞，并给投资者带来更大的投资风险。

(4)境外公司侵害投资者利益的行为。国际板上市公司既会接受注册地法律法规的管理，也会接受证券发行地相关法律法规的管理。国际板市场同证券市场中的其他主板、中小板、创业板市场一样，存在上市公司的内部人控制、关联交易、虚假陈述、信息披露不实、恶意融资等伤害投资者利益的行为。不同的是国际板中涉及的上市公司是境外公司，而侵害对象是国内投资者，需要赔偿救济的也是受损失的国内投资者，一旦出现伤害投资者利益的问题，国内投资者是需要远渡重洋采取境外公司注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

册地的法律措施，还是依据国内相关法律法规行事，是国内投资者权益相关保护法律应该做出抉择的问题。

(四)加大国内企业融资难度

从根本上来讲，中国现在及未来较长一段时间内，都还不是一个"资本富裕"的国家，部分上市公司圈得巨额资金，就意味着相当数量的企业丧失了股市融资的机会(谢百三，2002)。目前境内企业与国际大企业相比，无论从规模上还是发展阶段上都处于发展期，资本实力相对弱小，特别需要资本市场的支持。但是由于市场融资环境所限，加上市场承受能力不高，证券发行市场时开时停，融资功能远远落后于企业的预期。例如，余云辉(2009)指出，过去近 20 年里 A 股市场为上市公司融资近十万亿，其中 95%给了大中型企业，而中小企业得到的资金不到 5%。

目前盛传汇丰将是第一家在上海证券交易所上市的外国公司，其融资规模高达 600 亿元，如果在目前高市盈率的情况下让这些大型外企到 A 股上市，吸收大量有限的资金，必将进一步扩大中小企业的融资难度。

也就是说，国际板推出将使国内上市公司边缘化。从目前有意到 A 股上市的跨国公司来看，无论是公司声誉、公司治理水平还是长期盈利能力，比绝大多数的国内公司都要强。如果这些跨国巨头登陆 A 股市场，投资者有可能会产生"弃内投外"的倾向。

第四节　对建设国际板的政策建议

从我国股市的长远发展来看，建立国际板是势在必行的，那么，关键问题就是如何控制国际板建立后的负面效应，本文认为可以从以下 7 个方面着手，对国际板监管体系进行建设，见图 8-1。

一、完善证券法律制度

一个国家的资本市场的法制水平决定了该国资本市场的格局、发展水平和在国内、国际所具有的地位。完善的、适合不同投资者需要的证券发行和交易制度是一个良好的资本市场发展的根本前提。为了保证资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

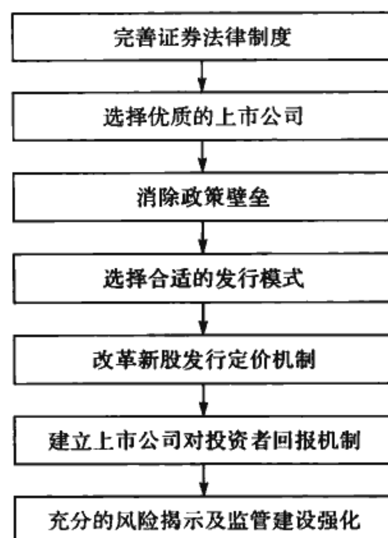


图 8-1 国际板监管体系建设机制

市场健康、有序地发展，就必须建立证券市场的监管制度和侵权责任制度，以保护投资者权益以及维持市场秩序。尤其是证券监管机制是证券市场法制有效实施的必要保障。

从发达国家成熟的国际金融中心的建设经验来看，世界上各主要的国际金融中心都吸引了大量的金融投资者，聚集了大量的金融交易量，从而推升了相关产业的繁荣和发展。在这些现象的背后，刘道远(2010)认为，造成国际金融中心此类繁荣的真正原因是公平而有效的法律制度。在缺少适合各类投资者的多样合理的交易制度与交易产品的条件下，部分投资者就不会来投资。在缺少适合于境外投资者资金进入渠道与金融经纪人网络的条件下，所谓的金融中心就只能是国内范围的金融中心，金融交易量会极其有限。同时，缺少对于金融纠纷和金融服务公平解决与有效规制的制度条件，最终也将会阻止国际投资者进入一国国内市场。

在我国目前的法制条件下，金融证券监管中存在不少的问题，其中比较严重的是制度设计背离一些基本的市场化原则，例如我们的制度设计并未遵循交易制度适应投资者的合理需求，而是投资者被迫适应交易制度的许可束缚，这与发展市场经济条件下与国际接轨的证券市场背道而驰。在交易产品选择上，基于外汇管制限制，我国仅在有限的范围内允许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币与外汇交易、黄金交易；在交易市场层面上，我国仅仅存在适合于散户投资者或一般投资者的主板证券市场，而适合于机构投资者的市场与产品并不发达。在交易制度方面，我国证券交易所囿于修订前的旧《证券法》与政策的限制，仅仅提供了适合于散户交易者交易的投资人指令驱动交易制度，而机构投资者也只能适应这一制度的要求，由此造成机构投资人投资模式散户化倾向。在针对机构投资人所开设的应当采取证券商报价制度的大宗交易柜台，我国目前采取的做法是依据集中竞价交易市场的平均成交价，以集合竞价方式撮合成交，这实际上根本改变了大宗交易的意思自治之协议本质。事实上，如果在证券交易法制中排除了证券商报价制度，那么不仅大宗交易不能有效进行，而且创业板市场证券交易、三板市场证券交易也都无法正常进行，这些都必将影响上海国际金融中心的建设和发展（刘道远，2010）。

因此，从中国的实际情况来看，要想把上海打造成为国际金融中心，不仅需要完善我国的基本法律制度和司法制度，而且需要完善我国的非诉讼法律环境。

二、选择优质的上市公司

国际板选择上市公司时，不少学者认为应优先考虑让优质红筹企业回归 A 股。首先，红筹股公司大多是综合实力强大，赢利能力优秀的企业。这些企业之所以成为红筹股是因为当年中国证券市场的规模太小，无法适应大企业直接融资的需要。如今，我国证券市场经过多年的发展已经有足够能力承载这些大企业，因此，它们回归也是理所当然的事情。其次，红筹企业的业务大部分就是在内地，其消费者、盈利都是来源于内地，然而，作为其利润贡献者的内地投资者却几乎不能参与其投资和利益分享，存在的这种情况明显不合理。再次，对于境外公司 A 股上市来说，目前在会计处理、跨境监管与监管合作、信息披露，以及投资者保护等方面，还存在一些技术问题和难点。相比之下，红筹股的回归在这方面阻力更小，更容易磨合。红筹企业回归后，对其监管也比较容易。

不过，对于红筹股回归，也有不同的声音。不少研究者认为在海外上市的红筹股回归对 A 股市场并没有带来什么好处。红筹股有中移动、中海油、中国联通、中银香港、中海外等 98 家大型企业，市值达 4.4 万亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果这些红筹股回到内地市场，再加上国际大企业跟着进入市场，也就相当于让 A 股主板市场翻番，这也就必然导致股票价格猛跌。例如，中石油回归 A 股市场，并未给中国投资者带来"福音"，反而将大量投资者套牢。事实上，这些大企业并不缺资金，回归 A 股只是获得了再一次圈钱的机会，发行量又大。回归一个红筹股公司，等于使上百个中小企业失去获得资金的机会。另外，红筹股可以走其他的回归之路，例如 A+H 模式。很多红筹股并不具备到国际板挂牌资格，如果一味地到国际板上市，那样只会削弱国际板的含金量。如果仅仅是为了优先满足国内的企业融资需要，那么国际板就没有设立的必要了。

对于外国公司，应优先选择在国际资本市场上市的国际知名蓝筹公司。因为这类企业不论公司管理水平、信誉度都很优秀。它们在我国上市能成为我国企业的发展参照物，同时由于信誉水平高，因此用不正当手段圈钱的可能性也较低，投资风险也较小，收益相对比较稳定。

同时，为了保证上市企业的质量，选择上市公司时，不光要判断其行业地位、经营业绩、治理水平、发展前途等因素，还要将其现金分红能力作为一项重要的指标。因为如果企业长时间能够维持较高的分红率，投资者就能够稳定地分享丰厚的投资回报，这说明该企业发展目的并不是为了圈钱，而是保证股东能够持续盈利。

三、消除政策壁垒

依照国际惯例，一个企业如果到一个国家的证券市场上市发行股票，就必须遵循该国现有的法律制度和市场规章体系。我国大量企业在海外资本市场上市时，遵循着所在国的法律制度，那么在我国国际板上市的公司也应该遵循我国现行的法律制度，接受我国证券监管部门的监管。以《证券法》和《公司法》为代表的法律能够有效约束境内所有企业的市场行为，也能同样约束国际板上市公司的行为。

不过，我国法律缺少对外资企业到境内上市的具体规范性约束文件，因此，我国证券监管部门应根据我国现行的境内企业在我国上市的法规，出台相应的部门法规、规章等规范性文件，避免出现冲突和矛盾的上市规则和审核标准。同时，要让外资企业到国际板上市，应该破除国内上市公司制度、会计制度以及《公司法》《证券法》《上市公司治理准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则》等对境外公司设置的障碍。境外上市可以选择发行普通股的方式，也可以选择中国存托凭证的方式实现在中国 A 股市场上市。如果选择普通股份的方式，那么企业的注册地应该在中国境内。如果以中国存托凭证的方式上市交易或融资，就需要实现破除现有公司法律法规以及监管制度对境外公司设置的障碍。另外，还需要建立境外上市企业退市制度。

四、选择合适的发行模式

国际板上市可以采用直接上市和发行 CDR 两种发行模式。直接上市是指境外公司直接在 A 股市场发行股票，而 CDR 是中国存托凭证(China Depositary Receipts)的简称。存托凭证(Depository Receipt，简称 DR)，是指一国证券市场上流通的外国公司有价证券的可转让凭证，属公司融资业务范畴的金融衍生工具。梁万泉(2011)分析了直接上市和发行 CDR 的优缺点：

直接上市模式具有的优点是：实际操作过程更为简单，融资具有时间优势；直接在 A 股市场上市的外国公司的市值计入内地股市总市值之内，因此可以直接扩大 A 股市场的规模；A 股市场与其他国际市场相对隔离，A 股股价受到国际市场股票市场的价格影响相对较小，一级市场的定价权不会转让他人。而直接发行上市面临的主要障碍是：我国现有的法律制度会对直接发行产生限制；海外企业将面临双重监管，协调不同监管当局的监管要求是这些企业需要应对的严峻挑战；公司即使在 A 股上市募集充足的人民币资金，也无法汇到境外账户，这就降低了在国际板上市公司的资金整体使用效率。

CDR 模式的优点主要有：CDR 具备的迂回性；发行 CDR 的手续简单，发行成本低；CDR 的引入为中国证券市场的对外开放提供了一种相对有效的对国内投资者的保护和引导手段；CDR 的引入可以为中国企业进行跨国并购提供新的思路。而 CDR 模式面临的主要障碍是：人民币在资本项下不能自由兑换限制了 CDR 模式的建立；采用 CDR 方式发行可能导致国内 A 股市场定价权旁落；以 CDR 模式挂牌的公司市值不计入内地交易所的总市值范围内。

综上，在选择适当发行方式的同时，应从严审批，多方监管，确保国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

板安全运行。同时，国际板不管使用哪种模式都对 A 股市场现状有不小的冲击，需要在相关法律法规政策制度上进行相应调整。

五、改革新股发行定价机制

在 IPO 过程中，我国现行的询价机制在实践运用中有各种各样的问题有待完善，而 IPO 的定价机制（如发行市盈率过高等）也为大众诟病，因此，在推出国际板之前，有必要改革目前的发行机制和定价机制。对于将要在国际板上市的公司，可以参考其在境外成熟市场上交易价格的中期走势，将其作为国际板新股定价的参考依据。这样可以避免在我国股市高市盈率的情况下上市公司的投机圈钱。

证券市场的本职功能实际上就是通过“风险定价”来配置、管理风险，其他的功能都是此基础上的衍生物（刘小元等，2009）。例如，成熟的市场——美国市场对高成长性企业风险的理解能力和风险定价能力非常强。因此，长远来看，对于即将在国际板上市的企业，我们需突破一级市场的“业绩定价”的传统思路，实现从“业绩定价”向“风险定价”的转变，逐步放开 IPO 市盈率关注，加强国内证券市场对境外上市的理解能力。

六、建立上市公司对投资者的回报机制

我国 A 股市场的估值一直较为严重地偏离了股市正常的投资价值范围，在此高估值下，外企在国际板上市的确有可能将国际板作为“提款机”。因此，在国际板建立起来之前，有必要逐步降低我国的估值水平。除了改革一系列政策体系、制度规则之外，建立上市公司对投资者的回报机制也是有效的途径之一（刘治兰，2008）。

股价的高低与公司的分红政策紧密关联，股息的下降会带来股价大幅度的下降。在国外，上市公司主要以现金方式发放红利，且保有高比例的资本公积金，高的达到股本的 8 倍，低的也有 1 倍多，从而保持股票价格相对稳定，减小其波动幅度、控制过度投机（范惠玲，2008）。而在我国，上市公司重融资轻回报，长期以来分红水平极低，中小投资者的利益未能得到有效的保护，在这样一个市场里，自然不能像美国股市一样，让分红作为股票定价机制。因此，必须改变上市公司不讲回报的做法，切实保护好投资者尤其是中小投资者的利益，建立上市公司对投资者的回报机制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体可采取以下几项措施：对上市公司回报投资者进行正面激励；将上市公司的再融资规模与其给与投资者的回报金额结合起来；取消或者降低印花税。

七、充分的风险揭示及监管建设强化

在国际板上市企业选择上，即便引入的企业是国际知名企业，如全球500强，风险仍然不能完全避免。比如，2001年安然倒闭，本轮金融危机中雷曼倒闭，通用、日航破产重组。登陆国际板的上市公司，其市值体量必然庞大，特别是国际蓝筹公司，一旦发生破产倒闭等重大事件，其对资本市场的冲击必然远大于中小企业。因此，充分的风险揭示、细致的投资者教育、国际板上市企业与A股市场投资者信息沟通平台的搭建都不可或缺。国际板在风险揭示和投资者教育上可参考创业板对投资者进行适当性管理的做法，帮助投资者增强风险意识，引导投资者理性参与国际板投资。

在中国股票市场中，内部人控制、关联交易、恶意融资等伤害中国中小投资者利益的行为时有出现。为了防止国际板上市企业的股东恶意损害中小投资者的利益，我们应该借鉴国外健全和完善的集体诉讼制度的经验，在我国证券市场上建设股东集体诉讼制度。

在建设国际板的过程中，监管体系的职能需要强化，还要充分发挥行业自律组织的作用。因为与监管部门相比，自律性组织更加贴近市场，专业性更强，更有利于监管者和市场参与者之间的沟通。同时，要充分发挥市场专业服务机构的作用，及时披露信息，充分揭示市场风险，最好能做到事前监管。最后，要充分利用舆论监管作用，让市场运作更加透明。

另外，还应注重提高监管机构和人员的专业化水平。例如，衍生工具的定价和交易较为复杂，监管人员只有在具备较高的业务水平下才能准确识别其风险收益的本质。金融产品复杂化的同时，各类风险管理的工具也越来越多。如果不能理解其内在机理，监管人员就很难借助这些现代化的金融工具进行风险管理，就跟不上市场的发展，致使监管落后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章　结论与展望

第一节　本文的基本结论

AH 股之间的溢价行为是必然的还是偶然的、是短期行为还是会长期存在这些问题是伴随中国资本市场成长而涌现出的新问题，也是值得思考和研究的理论命题。立足公司治理视角，结合国内外成熟的前沿理论，本研究对 AH 股交叉上市企业的溢价行为进行了分析，一方面对中国情境下经典金融理论进行了验证，另一方面也力图通过交叉上市作为解析中国经济转型、资本市场发展和企业进步的窗口。

通过研究，本书不仅仅验证了公司治理领域的一些基本结论，更发现中国资本市场的特殊金融现象，其中较为典型的就是股权分置改革形成的巨大影响。股权分置改革作为中国资本市场发展的重要事件，不仅仅对 A 股上市公司带来巨大的冲击和影响，也对 H 股市场带了不小的震动，借助 AH 股交叉上市企业的对照效应，我们发现公司治理综合变量在 2007—2009 年内对 AH 股交叉上市溢价具有显著的负向影响，但在 2005—2006 年内对溢价没有显著影响。而公司治理具体因素的检验中，管理层持股比例和独立董事比例对溢价具有显著的负向影响。说明股权分置改革带来的公司治理改善可能使香港投资者更加看好内地交叉上市公司，带来更高的价格预期。股权分置改革前后非流通股比对溢价的影响方向由负转正，且影响程度由不显著变为显著，说明股权分置改革通过影响非流通股比而推高了交叉上市溢价程度。而针对限售股比的面板 Var 检验显示，限售股解禁带来的长期冲击对溢价具有平抑作用。

事实上，AH 股溢价行为将是中国资本市场发展的必然结果，在 A 股市场不断建立和完善的进程没有结束之前，这种溢价行为是难以消除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，但是将意见界定在合理的范畴里将是未来公司治理发展和资本市场建设的重要使命。正是基于上述的认知，本书也从红筹上市和国际板建设的视角对消除交叉上市带来的影响提供了政策上的思路。

第二节　研究展望

中国企业交叉上市是资本全球化和企业国际化发展的必然趋势，中国转型特殊的管理情境为我国企业交叉上市行为营造了极为复杂的环境，这使得中国企业交叉上市走了不寻常的道路，然而这样的道路是难以复制的，因而中国交叉上市行为体现出的动因、路径及市场反应的特殊性难以纳入以往研究框架进行解读。本研究将为特殊情境下的交叉上市行为机理分析，提出新的方向；并以交叉上市企业为纽带，为我国政府提升资本市场国际化水平，引导企业发展提供政策参考。

立足经济社会学的视角，中国企业交叉上市的本质是社会网络的交叉嵌入，在嵌入过程中依托其网络结构和所处位置获取特殊的网络资源。由于这种资源不仅仅局限于经济资源，因而中国企业交叉上市更多地体现出社会化的特征，嵌入的最终绩效往往依赖于“关系”、“声望”等非经济要素。而国外企业交叉上市，更多是立足资本国际化视角，通过衡量交叉上市的成本和收益，决定是否上市或退市。社会网络嵌入理应成为关注中国企业交叉上市问题的新视角。

立足中国经济转型的特殊情境，交叉上市研究的未来方向将是以网络嵌入为研究视角，借助网络嵌入与结构洞理论，通过对企业交叉上市行为演进的系统分析，构建企业交叉上市过程中社会网络嵌入的一般模型，即“网络适配—网络嵌入—嵌入性资源获取”，解释中国企业交叉上市的动因、路径及对企业绩效的影响；通过测算 A＋H 股企业交叉上市的社会网络属性，围绕交叉网络的“位置”与“角色”，利用上市公司数据结合问卷调查，对交叉上市动因与绩效的关系进行实证检验；结合案例分析对理论模型进行修正，进而提出我国企业交叉上市的可行路径，为企业国际化发展与政府引导政策的制订提供理论依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要参考文献

外文部分：

[1] Amihud Y, Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread[J]. Journal of Financial Economics, 1986,17:223—249.

[2] Amihud Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects[J]. Journal of Financial Markets, 2002,5:31—56.

[3] Bailey W, Chung, P Kann. Foreign ownership and equity price premium: what drive the demand for cross-border investment[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,1999,34:489—511.

[4] Bailey W, Jagtiani J. Foreign ownership restrictions and stock prices in the Thai capital market[J]. Journal of Financial Economics, 1994,36:57—87.

[5] Chaganti R S, V Mahajan and S Sharma, Corporate board sales, composition, and corproate failures in the retailing industry[J]. Journal of Management Studies, 1985,22: 401—417.

[6] Chakravarty, Sarkar, Wu. Information asymmetry market segmentation and the pricing of cross-listed shares: theory and evidence from Chinese A and B shares[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 1998,8:325—355.

[7] Chan K A, A J Menkveld, Z Yang. Evidence on the foreign share discount puzzle in China: liquidity or information asymmetry? [Z]. Working Paper, HKUST, 2003.

[8] Chan K A, Allaudeen Harneed, Sie Ting Lau. What if trading location is different from business location? evidence from the Jardine group[J]. Journal of Finance, 2003,58:1221—1246.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[9] Chen，G M，Bong-Soo Lee，Oliver Rui. Foreign ownership restrictions and market segmentation in China's stock markets[J]. Journal of Financial Research，2001,24:133—155.

[10] Chen，Su. An examination into market segmentation in the Chinese stock market[J]. Advances in Pacific Basin Financial Markets，1998,4:49—70.

[11] Chen，Xiong. Discounts on illiquid stocks：evidence from China [Z]. Working Paper，Yale University，2001.

[12] Cheol S Eun，Sanjiv Sabherwal. Cross-Border listings and price discovery:Evidence from U. S. -listed Canadian stocks[J]. Journal of Financial Economics，2003,58(2):549—577.

[13] Clas Bergstrom，Ellen Tang. Price differentials between different classes of stocks：an empiric-al study on Chinese stock markets[J]. Journal of Multinational Financial Management，2001，11：407—426.

[14] Collings D W，Maydew E I，Weiss I S. Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years[J]. Journals of Accounting and Economics，1997，24:39:67.

[15] Dahlquist，Robertsson. Direct foreign ownership，institutional investors，and firm characteristics[J]. Journal of Finance Economics，2001，59:413—440.

[16] Diamond Douglas W，Verrecchia Robert E. Disclosure，Liquidity，and the cost of capital [J]. The Journal of Finance，1991，46:1325—1359.

[17] Domowitz I，J Glen，A Madhavan. Market segmentation and stock prices：evidence from an emerging market[J]. The Journal of Finance，1997,52:1059—1085.

[18] Errunza V，Losq E. International asset pricing under mild segmentation：theory and test，The journal of finance[J]. 1985,40:105—124.

[19] Eun C，S Janakiramanan，B Lee. The Chinese Discount Puzzle[Z]. Working Paper，Gorgia Institute of Technology，2001.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[20] Froot, Dabora. How are stock price affected by the location of trade? [J]. Journal of Financial Economics, 1999,53:189—216.

[21] Gibbons R, Murphy K J. Relative performance evaluation for chief executive officers[J]. Industrial and Labor Relations Review, 1990, 43 (3): 30—51.

[22] Gordon J. Alexander, Cheol S Eun, S Janakiramanan. Asset pricing and dual listing on foreign capotal markets: a note[J]. The Journal of Finace. 1987,3:151—158.

[23] Grossman S J, Stiglitz. On the impossibility of informationally efficient markets[J]. The American Economic Review, 1980, 70: 393—408.

[24] Harris L. Liquidity, trading rules and electronic trading system[J]. Finance and Economics, 1990,4:117—135.

[25] Hasbrouck, Joel. One security, many markets: delermining the contributions to price discovery [J]. The Journal of Finance, 1995, 50:1175—1199.

[26] Hietala P T. Asset pricing in partially segmented markets: evidence from the finnish market[J]. The Journal of Finance, 1989,44:697—718.

[27] Jian Yan. Market segmentation and information asymmetry in Chinese stock markets: a var analysis[J]. The Financial Review, 2003,38(4):591—609.

[28] John Fernald, John H Rogers. Puzzles in the Chinese stock market [J]. The Review of Economics and Statistics, 2002, 84(3): 416—432.

[29] Kadlec Gregory B, John J Mcconnell. The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices: evidence from exchange listings[J]. The Journal of Finance, 1994,49:611—636.

[30] Ma. Capital controls, market segmentation and stock prices: evidence from the Chinese market[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 1996,4: 219—239.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[31] Markowitz H M. Portfolio selection[J]. The Journal of Finance, 1952,7:77—91.

[32] Mehran, H. Executive compensation structure, ownership and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 38: 163—184.

[33] Moel A. The role of information disclosure on stock market listing decisions: the case of foreign firms listing in the U. S. [Z]. Working paper. Harvard Business School,1999.

[34] Poon P H Winnie, Firth M, Fung H. Asset pricing in segmented capital markets: preliminary evidence from China-domiciled companies[J]. Pacific-basin Finance Journal, 1998,6:307—319.

[35] Rene M Stulz, Walter Wasserfallen. Foreign equity investment restrictions, capital flight, and shareholder wealth maximization: theory and evidence[J]. The Review of Financial Studies, 1995, 814:1019—1057.

[36] Sharpe W F, Capital cost prices: a theory of market equilibrium under condition of risk[J]. The Journal of Finance, 1964,19:425—442.

[37] Stapleton R, Subrahmanyan M. Market imperfections, capital market equilibrium and corporate finance[J]. Journal of Finance, 1977,32:307—319.

[38] Stephen Martin, David Parker. The impact of privatization: ownership and corporate performance in UK [M]. London: Routledge, 1977.

[39] Steven Shuye Wang, Li Jiang. Location of trade, ownership restrictions, and market illiqui-dity: fxamining Chinese A-and H-shares [J]. Journal of Banking & Finance, 2004,28(6).1273—1297.

[40] Sugato Chakravarty, Asani Sarkar, Lifan Wu. Information asymmetry, market segmentation and the pricing of cross-listed shares: theory and evidence from Chinese A and B shares [J]. Journal of International Financial Markets,1998,8(3—4):325—356.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[41] Sun, Qian, Tong, et al. The effect of market segmentation on stock prices: the China syndrome [J]. Journal of Banking & Finance, 2000,24:1875—1902.

[42] Tom Fong, Alfred Wong, Ivy Yong. Share price disparity in Chinese stock markets[Z]. Working Paper, HKMA, 2007,11.

[43] Utpal Bhattacharya, Hazem Daouk, Michael Welker. The World Price of earnings opacity[J]. The accounting review, 2003,78(3): 641—678.

[44] Yakov Amihud, Haim Mendelson. Asset pricing and the bid-ask spread[J]. Journal of Financial Economics,1986,17(2).

[45] Yimin Zhang, Ronaid Zhao. The valuation differential between class A and B shares:county risk in the Chinese stock market[J]. Journal of International Financial Management & Accounting, 2004,15(1):44—59.

[46] Yu Gao, Yiu Kuen Tse. Capital control, market segmentation and cross-border flow of information: some empirical evidence from the Chinese stock market[Z]. Working paper, 2001.

中文部分：

[47] 艾瑶,叶德磊.内地与香港证券市场互动——基于股改完成 A+H 股价差的实证研究[J].华东经济管理,2011,(9):81—84.

[48] 巴曙松,朱元倩,顾媞.股权分置改革后 A+H 股价差的实证研究[J].当代财经,2008,(5):51—56.

[49] 巴曙松.公司治理与中国企业海外上市成败[J].杭州金融研修学院学报,2003,(1):18—19.

[50] 巴曙松.海外上市潮:中国资本市场的压力与动力[J].资本市场,2006,(4):85—87.

[51] 白重恩,刘俏,陆洲,宋敏,张俊喜.中国上市公司治理结构的实证研究[J].经济研究,2005,(2):81—91.

[52] 包林生,孙建波.推出国际板的历史契机[J].中国金融,2010,(13):54—55.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[53] 蔡伟. 合规成本与中小股东保护——从跨境上市和自愿性退市谈起[J]. 经济与管理,2011,(4):32—35.

[54] 曹凤岐等. 证券投资学[M]. 北京:北京大学出版社,2000.

[55] 曹红辉,刘华钊. 制度差异对 A、H 股定价的影响[J]. 金融评论,2009,(1):84—93.

[56] 曾颖,陆正飞. 信息披露质量与股权融资成本[J]. 经济研究,2006,(2):69—79.

[57] 常蕊,鲁桐. 中国上市公司独立董事制度与公司价值研究[J]. 海南金融,2009,(9):29—34.

[58] 陈斌,李信民,杜要忠. 中国股市个人投资者状况调查报告[R]. 深圳证券交易所综合研究所,深证综研字第 0055 号,2002.

[59] 陈国进,王景. 我国公司 A+H 交叉上市的溢出效应分析[J]. 南开管理评论,2007,(4):36—42.

[60] 陈建梁,胡挺. 中小企业境外上市的微观风险与防范对策[J]. 南方金融,2007,(1):61—62.

[61] 陈露. 汲取东交所教训 建好上海国际板[N]. 证券时报,2010—03—05.

[62] 陈晓,江东. 股权多元化、公司业绩与行业竞争性[J]. 经济研究,2000,(8):28—35.

[63] 陈晓红,林莎. 中国企业海外上市的法律风险研究[J]. 经济与管理研究,2008,(11):60—65.

[64] 陈玉亮. H 股回归及其对 A 股市场的影响[J]. 新金融,2007,(4):44—47.

[65] 陈祖英,刘银国,朱龙. 公司治理与企业价值的相关性研究[J]. 技术经济,2010,(3):114—120.

[66] 成锋. 德国企业考虑退出美国股市[N]. 中华工商时报,2004—11—23.

[67] 范惠玲. 谨防我国股市过度投机的出现[J]. 财会研究,2008,(1):60—62.

[68] 冯子涛. 股权激励对 A 股上市公司价值影响的研究[D]. 济南:山东大学,2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[69] 高潮生. 国际视野看中国股市//之三[N]. 国际金融报,2003—1—14(7).

[70] 高明华,刘金玲. 独立董事和监事会的职权冲突及制度选择[J]. 中国社会科学院研究生院学报,2006,(11):29—35.

[71] 高学哲. 股权结构与公司价值[J]. 宁夏大学学报:人文社会科学版,2006,(1):97—100.

[72] 股权分置改革研究小组. 股权分置改革的回顾与总结研究报告[R]. 深圳证券交易所综合研究所,深证综研字第 0147 号,2006.

[73] 韩德宗. A 股和 H 股市场软分割因素研究——兼论推出 QDII 的步骤和时机[J]. 商业经济与管理,2006,(3):42—46.

[74] 韩迅. 比散户还散户的 QFII:东方无理由买入 4 只 ST 股票[N]. 金融时报,2009—11—12.

[75] 郝臣. 公司治理的价值相关性研究——来自沪深两市 2002～2005 的面板数据[J]. 证券市场导报,2009,(3):40—46.

[76] 何卫东. 深交所上市公司治理调查分析报告[R]. 深圳证券市场,2003.

[77] 贺显南. 从利益均衡的角度看股市国际板的推进[J]. 金融与投资,2010,(6):71—75.

[78] 胡道红. 中国股票市场分割之内外资股价格差异研究[D]. 上海交通大学,2006.

[79] 胡国柳,黄景贵,蒋顺才,李伟铭. 股权分置、公司治理结构与现金股利分配[J]. 商业经济与管理,2010,(6):26—31.

[80] 胡勤勤,沈艺峰. 独立外部董事能否提高上市公司的经营业绩[J]. 世界经济,2002,(7):55—62.

[81] 胡章宏,王晓坤. 中国上市公司 A 股和 H 股价差的实证研究[J]. 经济研究,2008,(4): 119—131.

[82] 黄旭平,张明之. 外商直接投资对我国就业的影响:基于面板 Var 的分析[J]. 中央财经大学学报,2007,(1):71—75,85.

[83] 姜涛,任荣明,袁象. 关于我国证券市场建设国际板的若干问题探析[J]. 现代管理科学,2010,(1):16—18.

[84] 蒋屏法,高礼彦. 交叉上市价格差异与投资策略——基于 AH 股的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实证研究[J]. 金融与经济,2011,(1):54—58.

[85] 焦巍巍. A 股为什么相对于 H 股溢价[D]. 上海:复旦大学,2009.

[86] 孔庆龙,樊锐,李媛. A—H 股联动中国资本市场开放效应分析[J]. 资本市场,2007,(9):47—52.

[87] 黎文靖,殷华祥. 股权分置改革为何能成功——基于新政治经济学视角的解读[J]. 财经研究,2010,(11):135—142.

[88] 李涔. A 股与 H 股价格差异影响因素的实证研究[D]. 长沙:湖南大学,2008.

[89] 李大伟,朱志军,陈金贤. H 股相对于 A 股的折让研究[J]. 中国软科学,2004,(1):37—42.

[90] 李堪. H 股回归 A 股市场交叉上市定价机制的思考[J]. 银行家,2010,(3):86—87.

[91] 李帅,熊熊,张维,刘文财,寇悦. 我国股票市场共因子的价格发现——以上证指数、H 股指数与 H 股指数期货为例[J]. 系统工程,2007,(8):21—27.

[92] 李增泉,孙铮,王志伟. 掏空与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的实证研究[J]. 会计研究,2004,(12):3—14.

[93] 李增泉. 激励机制与企业绩效——一项基于上市公司的实证研究[J]. 会计研究,2000,(11):24—30.

[94] 李志强. 谁决定 H 股的走势——基于中企指数与香港、大陆市场指数的协整分析[J]. 工业技术经济,2006,(06):146—149.

[95] 郦金梁,廖理,沈红波. 股权分置改革与股票需求价格弹性——基于供给需求的理论框架和经验证据[J]. 中国工业经济,2010,(2):36—46.

[96] 梁丽珍,孔东民. 中国股市的流动性指标定价研究[J]. 管理科学,2008,(3):85—93.

[97] 梁能. 公司治理结构:中国的实践与美国的经验[M]. 北京:中国人民大学出版社,2000,4:105—127.

[98] 梁万泉. 国际板两种发行模式的比较及建议[J]. 证券保险,2011,(2):70—72.

[99] 廖理,沈红波,郦金梁. 股权分置改革与上市公司治理的实证研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[J]. 中国工业经济，2008，(5)：99－108.

[100] 林洁雷. 企业红筹上市过程中的风险与对策研究[J]. 企业研究，2010，(8)：59－61.

[101] 刘道远. 证券跨市流通法律障碍对策研究[J]. 新视野，2010，(3)：33－35.

[102] 刘斐斐. 我国上市公司 A＋H 股双重上市的价格行为研究[D]. 长沙：中南大学，2007.

[103] 刘峰. 我国股市投机现象及政策性因素探论[D]. 北京：中国人民银行金融研究所，2007.

[104] 刘国良，王加胜. 上市公司股权结构、激励制度及绩效的实证研究[J]. 经济理论与经济管理，2000，(5)：40－45.

[105] 刘文军，米莉. 信息披露质量、公司业绩及其内生性[J]. 经济研究，2010，(8)：67－73.

[106] 刘小元，程广林. 中国企业在美上市现状与特征——兼论上海证券交易所国际板建设的构想[J]. 对外经贸实务，2009，(10)：49－51.

[107] 刘昕. 信息不对称与 H 股折价关系的定量研究[J]. 财经研究，2004，(4)：39－49.

[108] 刘亚清. 市场分割条件下股票价格差异研究[D]. 武汉：华中科技大学经济学院，2008.

[109] 刘治兰. 支撑 A 股市场高估值的基础及其变化[J]. 新视野，2008，5：39－41.

[110] 龙会学. H 股回归内地 A 股市场 IPO 定价研究[D]. 厦门：华侨大学，2009.

[111] 鲁宁. 上市公司应避免多重上市——从戴姆勒—克莱斯勒公司为何退出多家证券市场谈起[J]. 中国石化，2006，(9)：46.

[112] 鲁炜，胡超. A 股、H 股市场分割影响因素实证[J]. 南京理工大学学报：社会科学版，2010，(3)：31－35.

[113] 陆静，曹国华，唐小我. 基于异质信念和卖空限制的分割市场股票定价[J]. 管理科学学报，2011，(1)：13－27

[114] 栾驭，石军. 中国上市公司独立董事制度与公司价值关系的实证研究[J]. 山东大学学报，2009，(2)：97－102.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[115] 罗旋，刘冬. 我国 A+H 股公司两地股价互动关系研究[J]. 财会月刊：综合版，2006，(7)：20－21.

[116] 吕炳斌. 证券市场国际化中的外国发行人待遇研究[J]. 财政金融，2009，(7)：73－78.

[117] 毛桂英，李海波，史本山，伍劲. 资本结构理论研究综述[J]. 财会通讯：综合版，2009，(10)：100－102，106.

[118] 梅君. 证券交易所的全球整合与中国的对策[J]. 经济理论与经济管理，2008，(11)：48－53.

[119] 企业会计准则解释第 2 号[J]. 财会月刊：会计版，2009，(8)：73－74.

[120] 卿石松. 监事会特征与公司绩效关系实证分析[J]. 首都经济贸易大学学报，2008，(3)：51－55.

[121] 石建勋，陆军荣. 中国企业国际资本市场融资：路径、案例与操作方案[M]. 北京：机械工业出版社，2006.

[122] 石曌飞. 影响我国 H 股对 A 股折价因素的实证研究[D]. 成都：西南财经大学，2009.

[123] 宋军，吴冲锋. 国际投资者对中国股票资产的价值偏好——来自 A、H 股和 A、B 股折扣率的实证证据[J].《金融研究》，2008，(3)：103－116.

[124] 孙班军，郝建新. 风险管理案例分析与公司治理[M]. 北京：中国财政经济出版社，2006.

[125] 孙敬水，孙金秀. 我国上市公司监事会与公司绩效的实证检验[J]. 统计与决策，2005，(2)：64－65.

[126] 唐传龙. A－H 股交叉上市公司的价差实证研究[D]. 上海：复旦大学，2009.

[127] 唐应茂. 国际板建设的理论、制度和操作层面障碍[J]. 上海金融，2010，(6)：61－64.

[128] 童馨. 中国企业境外上市与公司治理研究[D]. 杭州：浙江大学，2005.

[129] 屠孝敏. O－F 模型与合理市盈率研究——中国股市泡沫的实证分析[J]. 上海金融学院学报，2006，(1).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[130] 汪晟昊. 双重上市公司 H 股折价的实证研究[D]. 南京：南京财经大学，2006，10：15－16.

[131] 王彩萍. 机构投资者对上市公司决策行为的影响研究——以中兴通讯 H 股发行事件为例[J]. 科技文化评论，2007，(3)：110－111，124.

[132] 王国跃，王伟，杜征征. 我国企业境外上市研究：基于 SWOT 分析[J]. 中央财经大学学报，2009，(4)：39－42.

[133] 王立彦，冯子敏，刘军霞. A 股－H 股上市公司双重财务报表价值相关性[J]. 经济科学，2002，(6)：75－83.

[134] 王维安，白娜. A 股与 H 股价格差异的实证研究[J]. 华南金融研究，2004，19(4)：31－39.

[135] 王小丽. 论国际板市场投资者保护法律机制的构建[J]. 现代经济探讨，2010，(7)：67－71.

[136] 王烜，李小晓. 双重上市股票的价格信息传递——基于内地香港双重上市股票的实证分析[J]. 证券市场导报，2007，(10)：18－22.

[137] 魏刚. 高级管理层激励与上市公司经营绩效[J]. 经济研究，2000，(3)：32－39.

[138] 魏娜. 海外上市公司投资者关系管理研究[D]. 武汉：华中科技大学，2008.

[139] 吴洁，蓝发钦. 独立董事制度与公司绩效的相关性研究——基于中国上市公司的一个实证[J]. 经济论坛，2009，(14)：117－121.

[140] 吴世农，潘越. 香港红筹股、H 股与内地股市的协整关系和引导关系研究[J]. 管理学报，2005，2(2)：190－199.

[141] 吴世农. 我国上市公司股权结构、董事会独立性与公司价值的理论分析[J]. 学术月刊，2005，(2)：109－115.

[142] 吴淑琨，刘忠明，范建强. 非执行董事与公司绩效的实证研究[J]. 中国工业经济，2001，(9)：69－76.

[143] 吴战篪. 解释与证据：基于估值理念差异下的 A 股与 H 股价差[J]. 财经科学，2007，(6)：16－23.

[144] 仵志忠. 信息不对称理论及其经济学意义[J]. 经济学动态，1997，(1)：66－69.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[145] 香港理工大学课题组，中国投资者(个人/机构)行为分析[R]. 上证研究，2004，(1).

[146] 谢百三，戴学来，卢华. 现阶段外企直接到中国 A 股市场上市融资蕴含巨大风险[J]. 当代财经，2002，(6)：29—33.

[147] 熊辉. 基于不对称信息与流动性的 A、B 股价格差异研究[D]. 重庆：重庆大学金融学院，2005.

[148] 徐福寿. 双重上市公司 A、H 股价格差异的因素研究[J]. 证券市场导报，2009，(2)：54—60.

[149] 徐美玲. 信息披露质量对公司价值影响的研究综述[J]. 市场论坛，2010，(5)：30—31.

[150] 徐杨. 股权分置改革对 AH 股市场信息传导与联动性影响[J]. 沈阳师范大学学报，2010，(3)：60—64.

[151] 许承明，濮卫东. 内部人持股与上市公司绩效研究[J]. 数量经济技术经济研究，2003，(11)：123—126.

[152] 薛祖云，黄彤. 董事会、监事会制度特征与会计信息质量——来自中国资本市场的经验分析[J]. 财经理论与实践，2004，25(4)：84—89.

[153] 严晖. 转型经济下的会计与财务问题国际学术研讨会论文集[J]. 厦门：转型经济下的会计财务问题国际学会研讨会，2005，4：10—14.

[154] 阳嘉瑛，李江. 股权分置改革给我国证券市场带来什么[J]. 财经科学，2005，(4)：6—10.

[155] 杨海燕，李辰颖. 高管薪酬激励与股东财富相关性实证研究——以 2001—2006 年广西上市公司为样本[J]. 会计之友，2010，(14)：84—87.

[156] 杨娉，徐信忠，杨云红. 交叉上市股票价格差异的横截面分析[J]. 管理世界，2007，(9)：107—116.

[157] 杨伟娜，潘杰义. 高新技术企业境外上市风险评价指标体系研究[J]. 工业工程，2006，9(5)：77—80.

[158] 杨伟娜，潘杰义. 基于 SPA 的企业境外上市自身风险综合评价研究[J]. 工业工程，2007，10(1)：87—90，107.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[159] 姚亚伟，杨朝军. 市场分割下中国双重上市公司资产定价效率问题研究[J]. 华东经济管理，2009，(9)：46—50.

[160] 于东智，池国华. 董事会规模、稳定性与公司绩效：理论与经验分析[J]. 经济研究，2004，(4)：70—79.

[161] 于东智. 股权结构、治理效率与公司绩效[J]. 中国工业经济，2001，(5)：54—62.

[162] 余怒涛，沈中华，黄登仕，刘孟晖. 董事会规模与公司价值关系的进一步检验——基于公司规模门槛效应的分析[J]. 中国会计评论，2008，6(3)：237—254.

[163] 余强，徐晓辉. 股份构成对双重上市公司 A 股 IPO 抑价影响的实证研究[J]. 黑龙江对外经贸，2008，(4)：110—113.

[164] 余宇新，杨大楷. 通过市场波动的新信息含量检验股权分置改革对我国市场有效性影响[J]. 管理工程学报，2010，(3)：123—131.

[165] 张朝元，黄山，于波. 红筹之路：上市实务融资宝典[M]. 北京：机械工业出版社，2007.

[166] 张俊瑞，赵进文，张建. 高级管理层激励与上市公司经营[J]. 会计研究，2003，(9)：29—34.

[167] 张锐. 跨国公司海外"退市"的台前幕后[J]. 国际商务财会，2007，(2)：37—38.

[168] 张扬. 中国双重上市企业 A、H 股价差的研究[D]. 厦门：厦门大学，2009.

[169] 张逸杰，王艳，唐元虎，蔡来兴. 监事会财务监督有效性的实证研究[J]. 山西财经大学学报，2006，28(2)：132—136

[170] 张懿. A+H 交叉上市公司 A 股溢价影响因素实证研究[D]. 成都：西南财经大学，2008.

[171] 张峥，刘力. 换手率与股票收益：流动性溢价还是投机性泡沫？[J]. 经济学季刊，2006，5(3)：871—892.

[172] 张宗新，朱伟骅. 我国上市公司信息披露质量的实证研究[J]. 南开经济研究，2007，(1)：45—59.

[173] 钟鸣. A 股和 H 股互动关系研究——基于 A+H 股的市场分割实验研究[D]. 上海：上海财经大学，2006.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[174] 周建，刘小元，方刚，肖淑玉. 第四届(2009)中国管理学年会—组织与战略分会场论文集[C]. 北京：中国管理现代化研究会，2009.

[175] 朱健. 中国上市公司若干治理机制与公司价值关系研究[D]. 重庆大学，2005.

[176] 朱津滢. A+H股价差实证研究——基于公司治理结构分析[J]. 财会通讯，2010，(3)：85－87.

[177] 朱武祥. 市盈率. 历史演变轨迹与投资意义[Z]. 工作论文，清华大学中国经济研究中心，2001.

[178] 朱云，吴文锋，吴冲锋，芮萌. 融资受限、大股东“圈钱”与再发行募集资金滥用[J]. 管理科学学报，2009，12(5)：100－109.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

本书是我西安交通大学进行博士后研究期间，在浙江工商大学工商管理学院郝云宏教授的领导下，会同博士学妹孙婷、我的硕士学弟林浩雷、蔺力、硕士学妹薛津津、谭娟娟共同完成的成果。在西安交通大学进行博士后研究是影响我学术发展的重要阶段，也是我人生成长道路上宝贵的经历。在西安交通大学经济与金融学院应用经济学博士后流动站从事博士后研究的两年多时间，不仅仅让我领略了名校的风采，确立了未来发展的研究方向，也让我深刻的体会到著名学者的风采。作为我的导师，冯根福教授是国内公司治理与产业经济领域的知名专家，有幸在冯老师的指导下学习是我最大的幸运，尽管与冯老师相处的时间有限，但是每次与冯老师交谈都会体会到一名经济学家敏锐的洞察力和高度的专注精神，让我真正看到了我未来奋斗的方向。不仅仅言传身教，冯老师还创造各种机会让我接触国内外顶尖的经济学人，让我了解学界的前沿与动态，这些对我未来的发展都是非常宝贵的财富。博士后期间最大的遗憾就是没有能够在冯老师的指导下在国内顶级刊物上发表一篇代表性论文，这也是我接下来持续努力的目标，我将用百倍的努力来回馈冯老师对我的悉心关照。

在西安交通大学结识了一大批同门的学长、学弟学妹无疑为我博士后研究带来了巨大的帮助，其中最为感谢是王锋师兄和孙婷学妹。王锋师兄是冯老师门下最优秀的学生之一，也是我最为钦佩和感激的学长。对于从事人文社科研究的青年学者而言，好的研究方向无疑是决定未来发展的关键环节，这是在王锋师兄的悉心关怀和耐心帮助下，我才确立了将碳减排与地方政府行为作为主要的研究方向，也正是基于这个认知才让我在课题申报和论文撰写上获得了长足的进步，如果说冯老师是我学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术历程上的楷模，那么王锋师兄就是我身边的引路人。由于身处杭州，繁杂的教学科研任务让我的博士后学习面临很多苦难，冯老师的宽容和谅解无疑给我铺平了道路，孙婷学妹不辞劳苦维稳奔波处理各种琐碎事务切实为我解决了后顾之忧，再次特别对学妹表示感谢。

在我博士后学习的过程中，经济与金融学院的各位老师和同学都让我在学术道路上获益匪浅，其中特别要感谢席瑶老师在我博士后学习期间的悉心关照，无论进站、考核还是出站，无论学习还是生活无处都留下您辛勤的汗水，没有您的关照，就没有我博士后期间的成果。最后还要感谢中国博士后基金对我研究的大力资助，感谢浙江工商大学郝云宏教授为我提供的全力支持，我将用更为刻苦的努力，回报各位老师、学长对我的帮助。

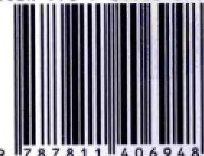
鉴于图书出版规定的调整，本书的作者不能逐一列在图书封面上，因此对于其他的作者的贡献必须要充分说明，没有他们的努力就没有本书的问世。浙江工商大学的郝云宏教授作为浙江省重点人文社科基地(浙江工商大学企业管理学)的主持人，对本书进行了细致的指导工作，并在百忙之中亲自撰写了核心章节，并对全书的结构提出了建设性的意见，西安交通大学的孙婷博士参与撰写了转型经济部分，并对本文的实证研究进行了把关，林洁雷和蔺力两位硕士分别从公司治理的内部视角和外部视角对 AH 股溢价进行了理论构建和实证检验，期间也形成了丰富的成果，浙江工商大学国民经济学专业的薛津津撰写了红筹上市风险分析以及结论部分(合计 2 万字左右)，企业管理专业的谭娟娟硕士撰写了部分案例以及国际板部分的分析(合计 2 万字左右)，吕灿灿硕士撰写了第一章和第二章的文献综述部分(合计 1.5 万字左右)，本人负责全书框架构建、转型机理分析以及全书的通稿工作。

最后本书的出版还饱含了浙江工商大学出版社郑建主任的心血，他从本书的封面设计、版面装帧以及内容的校对都投入了大量的时间和精力，在此表示深深的谢意，与他合作的过程是让人难忘的幸福回忆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"组织·战略·创新"系列丛书

丛书策划：郝云宏



ISBN 978-7-81140-694-8

9 787811 406948 >

定价：29.00元